

جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة:

تقنيات المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس

تخصص: اقتصاد دولي

إعداد الدكتور: شرقرق سمير

أستاذ محاضر قسم أ

السنة الجامعية 2019/2018

السداسي: الخامس
وحدة التعليم : الأساسية
المادة : تقنيات المالية الدولية
الرصيد:6
المعامل:2

أهداف التعليم:

يهدف مقياس المالية الدولية الى دراسة كل ما ينبثق عن التبادل الدولي من معاملات سواء كانت تجارية (سلع وخدمات) أو مالية(اسهم، سندات، مشتقات مالية) أو نقدية (قروض، اعتمادات...) بين الدول بالإضافة الى المشاكل التي تنجم عنه.

المعارف المسبقة المطلوبة :

يجب أن يكون الطالب بدراية بمواضيع نظريات التجارة الدولية، والاقتصاد النقدي، والاقتصاد الكلي. فالمشاكل الدولية المتعلقة بالنقود والبنوك والأجور الدولية تختلف من حيث الدرجة عن مشاكل النقود والأجور والأسعار المحلية.

محتوى المادة:

-موازن المدفوعات ومحددات العجز الخارجي.
-تطور سياسات وأسواق الصرف الأجنبي.
-آليات إدارة عمليات الصرف الأجنبي.

طريقة التقييم:

60% امتحان كتابي، و40% امتحان متواصل.

المراجع:

- سامي خليل، الاقتصاد الدولي، الكتاب الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- عليان الشريف، المالية الدولية، دار المسيرة للطباعة والنشر، الأردن، 2000.
- يونس أحمد البطريق، المالية الدولية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1987.
- Simon, Y, Lautier, D, Finance Internationale, Economica, Paris,2005.
- d'Arvisente, Ph. Finance Internationale, Dundo, Paris,2004.
- Maurice D.Levi , International Finance, 4edition,2008.

فهرس المحتويات

المحور الاول: موازين المدفوعات ومحددات العجز الخارجي.

02.....	أولاً: مفهوم ميزان المدفوعات.....
04.....	ثانياً: أهمية ميزان المدفوعات.....
05.....	ثالثاً: التسجيل المحاسبي لميزان المدفوعات.....
06.....	رابعاً: هيكل ميزان المدفوعات.....
12.....	خامساً: الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات.....
20.....	سادساً: مقاربات معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات.....
33	تمارين للحل.....

المحور الثاني: تطور سياسات وأسواق الصرف الأجنبي.

39.....	أولاً: تعريف سوق الصرف.....
39.....	ثانياً: خصائص سوق الصرف.....
41.....	ثالثاً: المتعاملون في سوق الصرف الاجنبي.....
42.....	رابعاً: وظائف وأنواع سوق الصرف.....
47.....	خامساً: تعريف سعر الصرف.....
50.....	سادساً- أهمية سعر الصرف وانواعه.....
53.....	سابعاً: محددات والعوامل المؤثرة في اسعار الصرف
45.....	ثامناً: النظريات المحددة لسعر الصرف.....
54.....	تمارين للحل.....

المحور الثالث: آليات إدارة عمليات الصرف الأجنبي

74.....	أولاً: مفهوم ومراحل ظهور خطر الصرف.....
75.....	ثانياً: إدارة و تسيير مخاطر الصرف.....
77.....	ثالثاً: تقنيات تسيير خطر الصرف.....
77.....	1- التقنيات الداخلية لتسيير خطر الصرف.....
85.....	2 - التقنيات الخارجية لتسيير خطر الصرف.....
95.....	تمارين للحل.....

المحور الاول: موازين المدفوعات ومحددات العجز الخارجي.

الهدف من المحور:

- كيفية التسجيل في ميزان المدفوعات
- كيفية معالجة اختلال ميزان المدفوعات

المحتوى:

- أولاً: مفهوم ميزان المدفوعات
- ثانياً: أهمية ميزان المدفوعات
- ثالثاً: التسجيل المحاسبي لميزان المدفوعات
- رابعاً: هيكل ميزان المدفوعات
- خامساً: الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات
- سادساً: مقاربات معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات
- سابعاً: تمارين للحل

مقدمة:

يعتبر ميزان المدفوعات من أهم المؤشرات الاقتصادية، فهو إحدى أدوات التحليل الاقتصادي التي تساعدنا على معرفة الوضع الاقتصادي لدولة ما في المدى القصير وأيضاً الوضع التجاري لها، وبالتالي فهذه الأداة ستمكن من معرفة الموقف الخارجي للدولة اتجاه العالم الخارجي.

أولاً- مفهوم ميزان المدفوعات:

إن ميزان المدفوعات هو بمثابة الحساب الذي يسجل قيمة الحقوق والديون الناشئة بين بلد معين و العالم الخارجي، وذلك نتيجة المعاملات التي تنشأ بين المقيمين في هذا البلد ونظراتهم بالخارج خلال فترة زمنية عادة تكون سنة .

يعرف كذلك على أنه سجل محاسبي منظم لكافة المعاملات الاقتصادية (تجارية ، مالية، نقدية) التي تحدث بين المقيمين في دولة معينة والمقيمون في الدول الأخرى خلال فترة زمنية معينة غالباً ما تكون سنة واحدة¹ أي انه بيان حسابي تسجل فيه حقوق الدولة والتزاماتها واستخراج مركزها المالي من خلاله²

كما يمكن تعريفه بأنه السجل الأساسي المنظم والموجز الذي تدون فيه جميع المعاملات الاقتصادية التي تتم بين حكومات ومواطنين ومؤسسات محلية لبلد ما مع مثيلاتها لبلد أجنبي خلال فترة زمنية معينة³ ، بعبارة أخرى هو تقدير مالي لجميع المعاملات التي تتم بين الدولة والعالم الخارجي هذه التقديرات والاحصائيات تتأني سواء من⁴ :

_ الجمارك كما هو الحال في حركة السلع (صادرات ، واردات)

_ البنوك :سواء حول العمليات المالية (الأوراق المالية أو القروض الممنوحة) أو تغيير في الاحتياطيات

_ الخزينة العمومية: النفقات الرسمية كنفقات السفارات والنفقات العسكرية

_ القيام بالإستقصاءات : في مجال السياحة وتحويلات المهاجرين....

¹ - هيل عجمي وعبد المنعم السيد علي ، العلاقات النقدية الدولية ، الموصل ، دار الكتب ، 1992 ، ص19

² - I.M.F, Balance of Payment manual,op.cit , P.6

³ - Robert J.Carbaugh , International Economics , South – western College publishing , printed in the United States of America, 2000 ,p.349

⁴ - منصورى عبد الله، محاضرات في مقياس المدفوعات الدولية، السنة الاولى ماجستير، جامعة باجي مختار عنابة، 2002

ثانياً: أهمية ميزان المدفوعات :

يعتبر ميزان المدفوعات من أهم المفاهيم الاقتصادية في مجال الاقتصاد الدولي حيث انه يعكس هيكل وتركيبية الاقتصاد القومي، ويبين مدى وضع الدولة من حيث الاعتماد المتبادل بينها وبين دول العالم الأخرى، ويبين كذلك قدرة الدولة الإنتاجية وقابلية سلعها على المنافسة في الأسواق الدولية، بالإضافة الى دائنيته ومديونيتها، كما أنه يعتبر مؤشراً جيداً للسياسات المالية والنقدية وسياسات الصرف عندما تستدعي حاجة الدولة إلى ذلك . لهذا يعتبر المرآة العاكسة لكافة نشاطات الدولة الاقتصادية خلال سنة معينة¹ .

إن لبيانات ميزان المدفوعات دلالاتها الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للبلد بغض النظر عن الفترة الزمنية التي تغطيها دراسة هذه البيانات، لذلك فإن تسجيل هذه المعاملات الاقتصادية الدولية في حد ذاتها مسألة حيوية لأي اقتصاد وطني و ذلك للأسباب التالية:

- إن هيكل هذه المعاملات الاقتصادية يعكس قوة الاقتصاد الوطني و قابليته و درجة تكييفه مع المتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي لأنه يعكس حجم و هيكل كل من الصادرات و المنتجات ، بما فيه العوامل المؤثرة عليه كحجم الاستثمارات و درجة التوظيف ، و مستوى الأسعار و التكاليفإلخ

- إن ميزان المدفوعات يظهر القوة المحددة لسعر الصرف من خلال ظروف الطلب و عرض العملات الأجنبية، و يبين أثر السياسات الاقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات و نوع سلع التبادل، الشيء الذي يؤدي إلى متابعة و معرفة مدى تطور البنيان الاقتصادي للدولة و نتائج سياساتها الاقتصادية .

- يشكل ميزان المدفوعات أداة هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط و توجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع ، كتخطيط التجارة الخارجية من الجانب السلعي و الجغرافي أو عند وضع السياسات المالية و النقدية ، و لذلك تعد المعلومات المدونة فيه ضرورية للبنوك و المؤسسات و الأشخاص ضمن مجالات التمويل و التجارة الخارجية.

- إن المعاملات الاقتصادية التي تربط البلد مع العالم الخارجي هي نتيجة اندماجه في الاقتصاد الدولي و بذلك فهي تقيس الموقف الدولي للبلد.

¹- كامل البكري ، الاقتصاد الدولي ، المكتب العربي الحديث ،مصر، 1985، ص 55.

- تعتبر البيانات الواردة في ميزان المدفوعات أداة للتقييم و التفسير العلمي لكثير من الظواهر الاقتصادية المرتبطة بالاقتصاد العالمي، كلما تبين لنا نقاط الضعف أو القوة و أسبابها¹.

ملاحظة: لا بد من التفرقة بين ميزان المدفوعات و ميزان الدائنية و المديونية و الذي يسجل الحقوق و الديون الدولية في لحظة معينة لاقتصاد معين، مع العلم أن هناك علاقة وثيقة بين إطار ميزان المدفوعات القائم على مفهوم التدفقات و بين إطار و ضع الاستثمار الدولي القائم على مفهوم الأرصدة، فوضع الاستثمار الدولي هو بيان إحصائي في تاريخ محدد مثلاً آخر السنة يتضمن الجانبين الآتيين:

- قيمة و تكوين رصيد الاقتصاد من الأصول المالية أي استحقاقاته المالية على العالم الخارجي.
- قيمة و تكوين رصيد خصوم الاقتصاد اتجاه العالم الخارجي.

ثالثاً: التسجيل المحاسبي لميزان المدفوعات:

إن إعداد ميزان المدفوعات يقوم على نظام أو مبدأ القيد المزدوج و هكذا تسجل كل معاملة في قيدتين متساويتين في القيمة احدهما دائن بإشارة موجبة و الآخر مدين بإشارة سالبة، و بهذا الشكل فانه يجب من حيث المبدأ أن يساوي مجموع كل القيود الدائنة، مجموع كل القيود المدينة، أي أن الرصيد النهائي في البيان يجب أن يساوي الصفر، اذن نظرا لكون العمليات الاقتصادية عمليات تبادلية ذات وجهين، وجه خروج قيمة ووجه دخول قيمة، فان كل معاملة اقتصادية تدخل في ميزان المدفوعات إما دائنة أو مدينة سيقابلها تسجيل قيد مدينا و دائن على الترتيب، مما يجعله من الناحية المحاسبية متوازنا². غير أن ذلك الإحكام نادرا ما يتحقق في الواقع العملي لأن البيانات المستخدمة لإعداد تقديرات ميزان المدفوعات غالبا ما يتم استخراجها من مصادر مختلفة و لذلك فقد يتبقى رصيد صافي على الجانب الدائن أو المدين أو بعبارة أخرى صافي السهو و الخطأ في الحسابات، ففي هذه الحالة تستدعي موازنة الحسابات إدخال قيد مستقل بنفس القيمة و بإشارة عكسية. و لا يمكن أن يعتبر حجم هذا المتبقي الصافي مؤشرا على الدقة النسبية لميزان المدفوعات لان التقديرات الغير الدقيقة أو المفقودة غالبا ما تميل إلى إلغاء بعضها البعض غير أن وجود متبقي صافي كبير و متكرر أمر يثير القلق إذ انه يعيق تحليل أو تفسير التقديرات و يقلل من مصداقيتها. و تتعدد المناهج التي تتخذ في تقسيم الميزان و هكذا تختلف المعاملات التي يتألف منها ميزان المدفوعات باختلاف الغرض الذي يراد استعماله و تباين إمكانات الحصول على البيانات الخاصة

¹- سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية اللبنانية، 1989، ص 99.

²- هجير عدنان زكي امين، الاقتصاد الدولي: النظرية والتطبيقات، مكتبة الجامعة، 2010، ص 200.

لمختلف العمليات و بالمثل تختلف الجداول التي تفرغ فيها موازين المدفوعات أو التي تلحق بها فكل دولة تعطي الأهمية لبعض البنود و تمهل أخرى نظرا لطبيعة الاقتصاد و اختلاف انشغالات الدول و هناك فرق في التقييم بين الدول و بالتالي تصبح المقارنة صعبة و غير ممكنة و لتفادي هذا الإشكال وضع صندوق النقد الدولي ميزان مدفوعات نموذجي.

و تواجه عملية تسجيل العمليات الاقتصادية على ميزان المدفوعات صعوبات مثل مشكلة التفريق بين المقيم و الغير مقيم ، و اختلاف أسس حساب القيم الدولية و مشكلة التوقيت.....الخ

- كثيرا ما يجري الحديث عن وجود اختلال في ميزان المدفوعات بصورتيه صورة الفائض وصورة العجز لكن التأكيد السابق على حتمية التوازن الحسابي لميزان المدفوعات يجعلنا نقبل اختلاف مفهوم الاختلال المقصود عن الاختلال الحسابي ونفترض وجود مفهومين للتوازن.

لأجل هذا أدى بالاقتصاديين إلى التمييز بين التوازن الحسابي المحقق سواء تحسن أو ساء مركز البلد والذي يشتمل النظر فيه على الميزان بأكمله دفعة واحدة وبين التوازن الاقتصادي أو الحقيقي الذي ينفرد بتشخيص جزئي لمكوناته حيث لا يغطي كافة بنود الأصول والخصوم ، و إنما التركيز يكون على رصيد بعض الحسابات بمقارنة القيم الدائنة والمدينة فيما بينها.

رابعا: هيكل ميزان المدفوعات:

نظرا لطبيعة المعاملات الاقتصادية المتشعبة و المتشابهة لأي بلد مع بقية العالم الخارجي ، فإنه من الصعوبة حصرها و تدوينها بصورة منفردة في ميزان المدفوعات (شراء وبيع السلع ،الأصول الحقيقية، اقتراض وإقراض،اعتمادات تجارية.....) و لذلك يمكنه إعطاء بيان موجز لهذا الحكم من المعاملات و تدوينها في فقرات و أقسام مستقلة يضم كل منها نوعا متميزا من المعاملات ذات الطبيعة المتشابهة و المتقاربة الأهداف، وفي العموم تكون التفرقة الأساسية في ميزان المدفوعات الى ثلاثة اقسام:

1 - العمليات الجارية:(المعاملات الجارية). Current Account.

وهو أحد الحسابات الرئيسية في ميزان المدفوعات ويتضمن هذا الحساب كافة المعاملات التي تحتوي على قيما إقتصادية والتي تقع بين المقيمين وغير المقيمين، وكذلك يتضمن القيود الموازية للقيم الاقتصادية الجارية المستلمة أو المقدمة دون مقابل¹. اي ان هذا الحساب يشتمل على جميع المبادلات

¹ - Robert .J.Carbaugh , International Economics, op.cit p352 And I.M.F, Balance of Payment manual,op.cit ,P.41.

من السلع و الخدمات والتحويلات، أي انه يشمل جميع المعاملات الدولية التي يكون من شأنها التأثير على حجم الدخل القومي بصورة مباشرة، سواء بزيادته أو نقصانه و لذلك يطلق عليه أحيانا اسم حساب الدخل، وعلى العموم يمكن تقسيمه الى العناصر التالية:

أ- الميزان التجاري أو الميزان السلعي: Trade Balance

يتعلق بتجارة السلع أي صادرات السلع و وارداتها خلال الفترة محل الحساب، و هو الفرق بين قيمة الصادرات و قيمة الواردات ، ويضاف إليها عمليات السمسرة الدولية (المشتريات والمبيعات من السلع التي لا تمر على الحدود الوطنية كمشراء جزائري سلع من تونس وبيعها بالمغرب) و يسمى أيضا ميزان التجارة المنظورة.

ب- ميزان الخدمات: Services Balance

يأتي ميزان الخدمات في المرتبة الثانية من الأهمية في ميزان المدفوعات في معظم الدول و تشمل الخدمات على خدمات البنوك و التأمين و السياحة و النقل بكافة أنواعه، وتكاد تصل الحالة في بعض الدول إلى الحد الذي تعمد فيه أساسا على هذا الميزان و بالذات ما يعتمد منها على السياحة، إذا قد تفوق صادراتها غير المنظورة. و بذلك يحتل ميزان الخدمات الجزء المهم في ميزان المدفوعات تسجل فيه جميع المعاملات الخدمية مثل خدمات النقل والشحن و التأمين و السياحة و الملاحة و الخدمات المالية، براءات الاختراع إتاوات عرض الأفلامالخ و يسمى بميزان التجارة الغير منظورة (تجدر الملاحظة أن 70% من التجارة الدولية هي تجارة خدمات)¹.

ج- ميزان دخول عوامل الإنتاج: Production Factors Income Balance

وهي تشبه الخدمات وهي تتوزع كما يلي:

- دخول التوظيفات : هي دخول ناتجة عن حقوق الدائنين أو الملكية، و يتعلق الأمر بالفوائد و توزيعات الأرباح، تشتمل هذه الفقرة على متحصلات الدخل المرتبطة بحيازات المقيمين لأصول مالية خارجية أو مدفوعاتهم المرتبطة بخصوم تجاه غير المقيمين، ويتكون دخل الاستثمار من أنواع الدخل المستمدة من أنشطة الاستثمار المباشر والغير المباشر واستثمارات أخرى .

¹- توفيق عبد الريم يوسف حسن، الادارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الاجنبية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص23.

ملاحظة: يجب التفريق بين دخول التوظيفات والتوظيفات في حد ذاتها، فالأولى عبارة عن توزيعات او أرباح اي عوائد التوظيفات مالية او عينية ،اما الثانية فهي عبارة عن استثمارات مالية او عينية.

- دخول العمل: أي الأجور المحولة من طرف المشغلين و التحويلات العائلية (المنح العائلية، الضمان الاجتماعي، منح التقاعد).

د- حساب التحويلات الاحادية الجانب: Transfer account:

يتعلق هذا الحساب بمبادلات تمت بين الدولة و الخارج بدون مقابل، أي أنها عمليات غير تبادلية، أي من جانب واحد و تشمل الهبات و المنح و الهدايا و المساعدات و أية تحويلات أخرى لا ترد سواء كانت رسمية أو خاصة.

ويسمى هذا الميزان بميزان المعاملات الجارية لأن حركة السلع والخدمات تشكل جزء من الاقتصاد القومي او من مجموع السلع والخدمات المستوردة، والتي يتألف منها جزء من الاستهلاك خلال فترة معينة.

وأي بند من هذه الحسابات (التابعة للحساب الجاري) التي تؤدي إلى دخول نقد أجنبي إلى البلد المعني ، يسجل في الجانب الدائن أي إنه يعكس مقدار ما ينفقه الأجانب على السلع والخدمات المحلية أما البنود التي تؤدي إلى خروج نقد أجنبي من البلد فتسجل في الجانب المدين لتعكس مقدار ما ينفقه مواطنو ذلك البلد على السلع والخدمات المنتجة في الخارج ، إن هذه الحسابات الفرعية الثلاثة تشكل بمجموعها الحساب الجاري والذي يعتبر أكثر الحسابات أهمية في ميزان المدفوعات الكلي حيث يحتل هذا الحساب الثقل الرئيس في ذلك الميزان كما أن حجم وهيكل الدخل القومي يعتمد بصورة أساسية على نتائج ميزان الحساب الجاري¹.

2- الحساب المالي و رأس المال: (العمليات الرأسمالية) Financial and Capital Account

يضم هذا الحساب عنصرين رئيسيين هما الحساب الرأسمالي والحساب المالي. حيث تعتبر الاستحقاقات على غير المقيمين أصولاً، والالتزامات إزاء غير المقيمين خصوماً².

¹ - هيل عجمي و عبد المنعم السيد علي ، العلاقات النقدية الدولية ، مصدر سابق ، ص26.

² - منصورى عبد الله، مرجع سابق

و تدخل في هذا الحساب جميع العمليات التي تمثل تغيرا في مراكز الدائنية و المديونية للدولة لأن معاملات الدولة مع الخارج لا تقتصر على تجارة السلع و الخدمات فقط، بل هناك حركات رؤوس الأموال التي تنتقل من بلد إلى آخر، و التي تنقسم إلى نوعين:

أ- رؤوس الأموال الطويلة الأجل (رؤوس الأموال النقدية) : تدرج فيه جميع التغيرات التي تطرأ خلال فترة الميزان على قيمة الأصول التي يملكها المقيمون في مواجهة الخارج، و كذلك على قيمة الخصوم التي يلتزمون بها في مواجهته و هي التي تتجاوز السنة كالقروض والاعتمادات الطويلة الأجل، و الاستثمارات المباشرة والغير مباشرة. ويمكن ذكر أهم محاورها فيما يلي:

- الاستثمارات المباشرة: حيث عرف صندوق النقد الدولي الاستثمار المباشر بأنه المال المستثمر في دولة أخرى ويشرف عليه أصحابه بصفة مباشرة،

- الاستثمارات في المحفظة (الأسهم والسندات، المشتقات المالية...)

- القروض المقدمة من طرف الأسر و من طرف الدولة و القروض المصرفية الأكثر من سنة، بعبارة أخرى القروض التي تكون من مصادر حكومية او خاصة او مؤسسات دولية¹

- الاعتمادات التجارية على المدى المتوسط والطويل..

حيث تسجل حركة رؤوس الأموال الطويلة المحمولة الى الخارج في الجانب المدين، لأن استثمار رؤوس الأموال في الخارج يقتضي أداء مدفوعات، بينما تسجل حركة الأموال المحمولة من الخارج في الجانب الدائن مع ما فيها من زيادة مديونية الدولية لأجل طويل.

ب- رؤوس الأموال القصيرة الأجل (رؤوس الأموال غير النقدية): يشمل كافة التغيرات التي تطرأ خلال فترة الميزان على قيمة الأصول التي يملكها المقيمون في مواجهة الخارج و كذلك على قيمة الخصوم التي يلتزمون بها في مواجهته و التي لا تتجاوز السنة مثل الودائع المصرفية و العملات الأجنبية و الأوراق المالية القصيرة الأجل ، و القروض القصيرة الأجل.... الخ

و تتم حركة رؤوس الأموال القصيرة الأجل لتسوية ما يحصل بين المقيمين من عمليات في حساب العمليات الجارية و حساب رأس المال الطويل الأجل.

¹ - هجير عدنان زكي امين، مرجع سابق، ص 205 .

و تعد هذه الأشكال من التحويلات الرأسمالية بالنتيجة حقا أو دينا للبلد على الخارج أو العكس، أي أنها قد تزيد أو تنقص تلك الحقوق أو الديون للبلد على العالم الخارجي.

حيث تسجل حركة رؤوس الأموال القصيرة الاجل المحمولة من الخارج في الجانب الدائن وعلى العكس من ذلك تقيّد في الجانب المدين ان كانت محمولة الى الخارج

ومن الأهمية ان نفرق بين حركة رأس المال القصيرة الاجل التي تتم بصفة تلقائية (رؤوس أموال ساخنة hot money) وتلك التي تتم بغرض تسوية العجز او الفائض في ميزان المدفوعات، حيث الأولى تتأثر بعوامل التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف.... وهدفها الربح وهو مالا نجده في الثانية.

3- ميزان السهو و الخطأ: Errors and emissions balance

يستعمل من أجل موازنة ميزان المدفوعات من الناحية المحاسبية (أي تساوي جانب المدين مع جانب الدائن تبعا لطريقة القيد المزدوج)¹، و تستخدم هذه الفقرة أيضا في الحالات التالية :

- الخطأ في تقسيم السلع و الخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات.

- قد تؤدي ضرورات الأمن القومي للبلد إلى عدم الإفصاح عن مشترياته العسكرية من أسلحة و عتاد لذلك تم إدراجها بفقرة السهو و الخطأ.

- الخطأ ونسيان احد الحسابات الفرعية لميزان المدفوعات.

وبغية التعرف بشكل أوضح على طبيعة تسجيل اهم معاملات ميزان المدفوعات نأتي الى مايلي:

- تسجل الصادرات في الميزان في الجانب الدائن، لأنها تمثل مطلوبات الدولة على العالم الخارجي، في حين يتم تسجيل ما يتم استلامه من مبالغ كمقابل لها في الجانب المدين من الميزان باعتبارها مقبوضات نقدية استلمتها الدولة من الخارج لقاء تصديرها سلع إليه، و هذا يعني أن قيمة الصادرات تظهر في ميزان المدفوعات مرتين، مرة باعتبارها حقوقا على الدول التي يتم التصدير إليها، و مرة باعتبارها موجودات نقدية تم استلامها كمقابل للتصدير من قبل الدولة.

اما الواردات فتسجل في الجانب المدين في الميزان المدفوعات لأنها تمثل دينا على دول العالم الخارجي بقيمة الواردات أي حقوقا على الدولة إزاء العالم الخارجي، و يتم تسجيل المبالغ المدفوعة مقابل هذه

¹- كامل البكري، الاقتصاد الدولي ، مرجع سابق، ص 72.

الواردات في الجانب الدائن من الميزان، باعتبارها مدفوعات نقدية إلى العالم الخارجي تمت مقابل استيراد سلع منها.

- تسجل كافة الخدمات التي تقدم من قبل الدولة إلى الخارج في الجانب الدائن باعتبارها تمثل مطلوبات للدولة على الخارج، أي أنها تمثل صادرات غير منظورة، و تعتبر في هذه الحالة خدمات مصدرة و تعامل مثل معاملة الصادرات السلعية، أي أنها تسجل في الجانب الدائن في ميزان المدفوعات و لكن في حساب الخدمات، في حين تسجل كافة المبالغ التي يتم استلامها مقابل تقديم هذه الخدمات في الجانب المدين من حساب المدفوعات النقدية (التدفقات النقدية) باعتبارها مقبوضات نقدية لقاء خدمات التي يجري تقديمها للعالم الخارجي، كما تسجل كافة الخدمات التي تقدم من قبل العالم الخارجي إلى الدولة في الجانب المدين من ميزان المدفوعات باعتبارها تمثل حقوقا على الدولة، و بهذا فهي تعتبر واردات غير منظورة في شكل خدمات مستوردة و تعامل معاملة الواردات السلعية حيث تسجل في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، و لكن في حساب الخدمات، في الوقت الذي يسجل فيه كافة المبالغ التي تم دفعها إلى الخارج لقاء الحصول على هذه الخدمات باعتبارها مطلوبات يتعين أدائها مقابل ذلك ، في الجانب الدائن من حساب المدفوعات النقدية (التدفقات النقدية) في ميزان المدفوعات.

- أما بالنسبة لحساب التحويلات أحادية الجانب، فتسجل كافة التحويلات و المدفوعات من جانب واحد، و التي تتلقاها دولة معينة من دول العالم الخارجي في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات باعتبارها تمثل في هذه الحالة حقا للدولة تجاه الدولة الأخرى، و يكون حساب التحويلات من جانب واحد مدينا بقيمة هذه التحويلات أو المدفوعات التي تتم لصالح الدولة من العلم الخارجي، اما كافة التحويلات و المدفوعات من جانب واحد و التي تقدمها المعينة إلى العالم الخارجين فتسجل في الجانب المدين من ميزان المدفوعات باعتبار أن الدولة دفعتها للعالم الخارجي و بالتالي فهي تمثل ديون عليها للعالم الخارجي، في حين تسجل قيمتها في الجانب الدائن من حساب المدفوعات من الجانب الواحد .

-أما بالنسبة لحساب رأس المال فتسجل كافة حركات رأس المال من الدولة إلى الخارج باعتبارها تصديرا لرأس المال، في الجانب المدين ،لأنه يجب على الدولة أن تدفع ما يقابل هذه الحركة لرأس المال، في حين يظهر المبلغ المدفوع مقابل هذه الحركات في حساب التدفقات النقدية في الجانب الدائن في الميزان، لأنه يمثل المدفوعات النقدية إلى الخارج ، اما كافة حركات رأس المال من الخارج إلى الدولة باعتبارها إيرادها لرأس المال، فتسجل في الجانب الدائن، في حين يظهر المبلغ الذي يتم استلامه كمقابل لهذه

الحركات ،في حساب التدفقات النقدية في الجانب المدين، لأنه يمثل مقبوضان نقدية للدولة من العالم الخارجي.

خامسا: الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات:

إن الاختلال في ميزان المدفوعات يأخذ حالتين: العجز و الفائض و قد يكون هذا العجز أو الفائض مؤقتا عندما يرتبط بتغيرات اقتصادية طارئة خلال سنة معينة و لا تتكرر في السنوات التي تليها، أم إذا استمرت هذه الظروف في هذه الحالة بصفة دائمة و أدت إلى ظهور هذا العجز أو الفائض فإنه في هذه الحالة يعتبر الاختلال دائما أو أساسيا، فالنوع الأول (المؤقت) لا يثير مشكلات كبيرة كونه زاول التغيرات التي حدثت خلال تلك الفترة أمان النوع الثاني (الدائم) فإنه يدعو إلى اتخاذ إجراءات للحد منه¹،

ومعنى التوازن هو الحالة التي تتميز بالاستقرار وعدم، وعلى هذا الأساس فهل هذا النوع من التوازن موجود في ميزان المدفوعات الذي يحتوي على بنود مختلفة وباتجاهات متعاكسة، إذ أن هذه البنود بجانبها الدائن والمدين تحاول دائما دفع ميزان المدفوعات باتجاه الفائض عند تحوله لصالح الطرف الدائن وباتجاه العجز عند تحوله لصالح الطرف المدين . والسؤال المطروح كيف يحدث التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات ؟

1- معنى الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات

كما بينا مسبقا أن القاعدة العامة لتسجيل القيود في ميزان المدفوعات هي قاعدة (القيد المزدوج) والتي تعني أنه كل عملية تسجل في الجانب الدائن يجب أن تظهر قيمتها في الجانب المدين من الميزان نفسه وبالعكس، وعلى هذا الأساس فإن صافي ميزان المدفوعات يساوي صف، أي أن قيمة الأصول تساوي قيمة الخصوم وبالتالي حدوث حالة التوازن أي حدوث توازن من الناحية المحاسبية ، والواقع أن هناك اختلاف كبير بين توازن المدفوعات من الناحية المحاسبية وتوازنها من الناحية الاقتصادية حيث أن التوازن الاقتصادي الفعلي حالة نادرة الحدوث إن لم تكن غير موجودة أصلا² .

والحالة الطبيعية هي حالة عدم التوازن (أي حالة الاختلال) إذ إنه في اغلب الأحيان يكون الميزان في حالة عجز أو فائض ومن اجل توضيح معنى الاختلال أو التوازن من الناحية الاقتصادية يجب أن نبدأ

¹ - محمد خالد الجريبي، الاقتصاد الدولي، المطبعة الحديثة، دمشق 1976 - 1977، ص 94.

² - Paul R.Krugman , International Economics theory and policy , university California Berkeley.1997, p317

أولاً بالتمييز بين نوعين من العمليات التي تقوم بها الجهات الاقتصادية عند تعاملها مع الخارج وهذه العمليات هي كالتالي¹ :

أ- **العمليات المستقلة** (او ما يطلق عليه فوق الخط) : وكذلك يطلق عليها بالذاتية او التلقائية Autonomous Transactions وهي العمليات التي تحدث لذاتها لا لغرض تسوية عملية أخرى وأهمها عمليات الاستيراد والتصدير والتحويلات بدون مقابل، قروض طويلة الأجل. وهذه العمليات تنقسم إلى قسمين:

العمليات المستقلة الدائنة: وهي العمليات التي يترتب على حدوثها دخول نقد أجنبي إلى البلد كالصادرات السلعية والخدمية، استلام هبات أو مساعدات، تحويلات بدون مقابل (استلام تحويلات العاملين)، استلام الفوائد والأرباح، استلام قروض طويلة الأجل...

العمليات المستقلة المدينة: وهي العمليات التي يترتب على حدوثها خروج نقد أجنبي من البلد إلى الخارج كالاستيرادات السلعية وغير السلعية، دفع هبات ومساعدات وغيرها من التحويلات بدون مقابل (بضمنها دفع تحويلات العاملين إلى الخارج) دفع فوائد وأرباح، دفع قروض طويلة الأجل ...

ب- **العمليات التابعة** (او ما يطلق عليه تحت الخط): وكذلك يطلق عليها بالمكيفة Accommodating Transactions وهي العمليات التي يتم حدوثها من اجل تسوية الالتزامات التي تحدث نتيجة العمليات المستقلة وعلى هذا الأساس يطلق عليها اسم العمليات التابعة أي إنها تابعة للعمليات المستقلة وتحدث لتسوية الالتزامات المترتبة عليها وغالبا ما تنحصر بحركة رأس المال قصير الأجل وحركة الاحتياطات السائلة والذهب وهي تتحرك سريعا لتسوية ما يترتب على العمليات المستقلة من ديون وحقوق² . وتنقسم إلى قسمين وهما :

العمليات التابعة الدائنة: وهي العمليات التي تحدث نتيجة لحدوث عمليات مستقلة مدينة أو لتسوية ما يترتب عليها من حقوق وديون (مثل خروج الذهب والنقد الأجنبي، رأس المال قصير الأجل لغرض التسوية).

¹ - جودة عبد الخالق، الاقتصاد الدولي من المزايا النسبية إلى التبادل اللامتكافى، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1986، ص 94-

.96

² - هجير عدنان زكي امين، مرجع سابق، ص 212.

العمليات التابعة المدينة: وهي العمليات التي تحدث نتيجة لحدوث عمليات مستقلة دائنة أو لتسوية ما يترتب عليها من حقوق وديون (مثل دخول الذهب والنقد الأجنبي وأحيانا دخول رأس المال قصير الأجل). وبدلالة هذه العمليات فإن حالة الفائض تعني أن العمليات المستقلة الدائنة اكبر من العمليات المستقلة المدينة أو إنها تعني أن العمليات التابعة المدينة اكبر من العمليات التابعة الدائنة. أما حالة العجز فتعني أن العمليات المستقلة المدينة اكبر من العمليات المستقلة الدائنة أو إنها تعني أن العمليات التابعة الدائنة اكبر من العمليات التابعة المدينة .

وقد يترتب على حالات العجز أو الفائض بعض النتائج السلبية فمثلا يترتب على العجز الخارجي المستمر لأي بلد نتائج سلبية أهمها انخفاض سعر الصرف لعملة ذلك البلد وتصفية أرصده الاحتياطية وكذلك تصفية استثماراته وتوظيفاته الخارجية أو قد تصل أحيانا إلى دخوله في شرك المديونية الخارجية.

أما حالة الفائض فمن المعروف إن حدوثها يؤدي في البداية إلى نتائج ايجابية الا أن استمراره لمدة طويلة قد يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف لعملة البلد الذي تحدث حالة الفائض في ميزان مدفوعاته وبالتالي عدم قدرة اقتصاده على التنافس التجاري الدولي وتراجع النمو الاقتصادي فيه على الأمد البعيد وبصورة عامة فان التأثيرات السلبية المترتبة على حالة الفائض اقل تأثيرا من التأثيرات المترتبة على حالة العجز .

2- أسباب اختلال ميزان المدفوعات :

لقد قلنا أن ميزان المدفوعات يكون متوازنا محاسبيا نظرا لإتباع طريقة القيد المزدوج . إذن كيف يحدث الخلل في الوقت الذي يكون فيه الميزان متوازنا؟

إن الخلل يكون في أقسام معينة من الميزان و عادة ما يكون العجز في الحساب الجاري باعتباره من أكبر الحسابات و الذي يؤدي عجزه إلى إضرار في الاقتصاد الوطني، مما سيؤدي سلبا على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي نتيجة لعرض العملة المحلية أكثر من طلب الأجانب عليها لذلك تستخدم السلطات في هذه الحالة السياسات النقدية و المالية لمعالجة الخلل.

و توجد أسباب عديدة تؤدي إلى حدوث هذا الخلل و لعل أهمها:

- التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية: توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات و سعر صرف العملة للبلد فإذا كان سعر الصرف لعملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية ، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع

أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها و بالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات .

إما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه سيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في الميزان ، لذلك هذه الإختلالات غالبا ما ينتج عنها ضغوط تضخمية و التي تساهم في استمرارية الاختلال في الميزان¹.

- اسباب اتجاهي طويل المدى: يكون بسبب الركود الاقتصادي المزمين اين يكون الادخار اكبر من فرص الاستثمار عند مستوى الاستخدام الكامل او بسبب النشاط الاقتصادي المتنامي اي وجود استثمار مخطط اكبر من الادخار المتاح، ويرجع السبب في عدم التوازن بين الادخار والاستثمار الى اختلاف العوامل التي تحدد قرارات المستثمرين والمدخرين حول الاستثمار والادخار، ويمكن ازالة الاختلاف اذا كان الادخار اكبر من الاستثمار عن طريق حركة رأس المال الطويل المدى وهذا نجده في الدول المتقدمة والدول النفطية، اما اذا كان الادخار اقل من الاستثمار وهو حال اغلب الدول النامية فمعالجة الاختلاف من خلال حركة رأس المال نحو البلد في شكل قروض او استثمارات مباشرة

ويمكن تحليل الوضع الاخير بالاعتماد على تحليل Kindberger سنة 1958 في توصيف وضع ميزان المدفوعات من حيث الدائنية والمديونية بالعلاقة مع النمو الاقتصادي في الجدول التالي²:

مراحل النمو الاقتصادي	ميزان المديونية	ميزان المدفوعات	حالة الاقتصاد
الاولى	مدين (ناشيء)	سالب	اقتصاد مدين ومقترض
الثانية	مدين (رشيد)	متوازن	تحسن الطاقة الانتاجية
الثالثة	مدين (ناضج)	موجب	بداية تسديد الديون
الرابعة	دائن (ناشيء)	موجب	تصدير السلع والخدمات
الخامسة	دائن (رشيد)	سالب	تصدير رأس المال
السادسة	دائن (ناضج)	سالب	تصدير رأس المال وتزايد الاستهلاك والاستيراد

من خلال الجدول يتضح انه عموما يتأثر طابع ميزان المدفوعات للدولة وبصفة خاصة ميزان العمليات الجارية و حساب رأس المال طويل الأجل بمستوى التطور الاقتصادي الذي بلغته الدولة خلال مراحل

¹ - دريد كامل ال شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري، عمان، 2011، ص84

² - Albert Ondo Ossa, Economie monétaire internationale, éditions ESTEM, paris, 1997, p32-33

النمو الاقتصادي المختلفة، و انتقاله من مرحلة اقتصاد متخلف إلى مرحلة اقتصاد في طريق النمو، و هكذا ستتاسب مع كل مرحلة من مراحل النمو الاقتصادي صورة خاصة لميزان المدفوعات:

مرحلة الدولة حديثة العهد بالاقتراض: و هي مرحلة نمو الاقتصاد القومي في بداية تطوره، حيث الطاقة الإنتاجية ضعيفة و القدرة على الإنتاج محدودة، فيستدعي الأمر استخدام رؤوس أموال أجنبية للإسهام في بناء الطاقة الإنتاجية للاقتصاد الوطني. و في هذه المرحلة تستورد الدولة أكثر مما تصدر ومن ثم يتحقق العجز في حساب التجارة المنظورة أي زيادة في قيمة الجانب المدين عن قيمة الجانب الدائن، كذلك تسدد الدولة فوائد و أرباح عن القروض التي تعقدها و من ثم يتحقق عجز أيضا في بند دخل الاستثمارات لتغطية العجز في ميزان التجارة المنظورة و بند دخل الاستثمارات، و معنى هذا التحقيق فائض في حساب رأس المال طويل الأجل في هذه المرحلة. و التي يلاحظ فيها أن الاقتصاد القومي يكون مدينا للخارج في مفهوم ميزان الدائنية و المديونية الدولية، و هذا ما يظهر عجز بند دخل الاستثمارات.

مرحلة الدولة المفترضة ذات الفائض: و في هذه الرحلة تبدأ الدولة بتصدير سلع بقيمة أكبر من قيمة ما تستورده منها، و ذلك بفضل ما تم بناؤه من طاقة إنتاجية، و من ثم تحقيق فائض في التجارة المنظورة، و لكنه نظرا لاضطرارها في الاستثمار لتسديد مبالغ و فوائد و أرباح لرؤوس الأموال التي سبق أن حصلت عليها فضلا عن أقساط عند تسديدها للقروض التي تلقتها مسبقا، وهي مبالغ لا يكفي لسدادها ما يتحقق من فائض في ميزان التجارة المنظورة فإنها تستمر في الاقتراض للوفاء بالجزء الباقي من هذه المبالغ، إذن يتحقق في هذه المرحلة عجز في بند دخل الاستثمارات و فائض في حساب رأس المال طويل الأجل تماما كما هو الحال في المرحلة الأولى، لكن هذا الفائض غالبا ما يكون اقل في مقداره من فائض المرحلة الأولى. و في هذه المرحلة لا يزال الاقتصاد القومي مدينا للخارج و كذلك مقترضا منه.

مرحلة الدولة المقرضة حديثا: و هناك يبلغ الاقتصاد القومي حدا يمكن فيه للدولة أن تستغني عن الاقتراض من الخارج، كما يمكن للزيادة في قيمة الصادرات عن قيمة الواردات التي تعطي ما يتعين على الدولة سداده من دخل الاستثمارات فيها أو أقساط القروض التي تلقتها مسبقا، و هكذا يتحقق فائض في ميزان التجارة المنظورة يكون معتبرا، و عجز في بند دخل الاستثمارات، و عجز لأول مرة في حساب رأس المال طويل الأجل. و في هذه المرحلة نجد انه بينما لا يزال الاقتصاد القومي مدينا للخارج فإنه أصبح مقرضا له، و هذا ما يبينه عجز في حساب رأس مال طويل الأجل.

مرحلة الدولة المقرضة المتقدمة اقتصاديا: و في هذه المرحلة من النمو الاقتصادي القومي تزداد المبالغ التي يحتل عليها من الاستثمارات في الخارج و من ثم يتحقق فائض كبير في بند دخل الاستثمارات و يسمح هذا الفائض بالاستيراد بقيمة اكبر من التصدير، مما يعني تحقق عجز في ميزان التجارة المنظورة. لكن فائض بند دخل الاستثمارات يزيد عن مقدار عجز ميزان التجارة المنظورة، مما يسمح للاقتصاد القومي بأنه يستمر، فهو يصبح دائنا للخارج و هذا ما يظهر فائض بند دخل الاستثمارات كما انه مازال مقرضا له.

- أسباب هيكلية: و هي الأسباب المتعلقة بالموثرات الهيكلية للاقتصاد الوطني و خاصة هيكل التجارة الخارجية (سواء الصادرات أو الواردات) ، إضافة إلى قدرتها الإنتاجية و بأساليب فنية متقدمة (تطور الفن الانتاجي)¹ ، و هذا ما ينطبق تماما على حالة الدول النامية التي يتسم هيكل صادراتها بالتركيز السلعي أي اعتمادها على سلعة أو سلعتين أساسيتين (زراعية أو معدنية أو بترولية) حيث عادة ما تتأثر هذه الصادرات بالعوامل الخارجية المتجسدة في مرونة الطلب الخارجي عليها في الأسواق العالمية كتغير أذواق المستهلكين و انصرافهم عن هذه السلع أو عند حدوث تقدم فني في الخارج يؤدي إلى خفض أثمان السلع المماثلة لصادرات هذه الدول في الخارج.

- أسباب دورية : و هي أسباب تتعلق بالتقلبات الاقتصادية التي تصيب النظام الاقتصادي الرأسمالي ، ففي فترات الانكماش ينخفض الإنتاج و الدخل و الأثمان و تزداد معدلات البطالة، فتكتمش الواردات مما قد يؤدي إلى حدوث فائض، و في فترات التضخم يزيد الإنتاج و ترتفع الأثمان و الأجور و الدخل فتقل قدرة البلد على التصدير و تزيد وارداته مما قد يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات و يلاحظ أن التقلبات لا تبدأ في نفس الوقت في كافة الدول ، كما تتفاوت حدتها من دولة إلى أخرى و تنتقل هذه التقلبات الدورية عن الدول ذات الوزن في الاقتصاد العالمي إلى الدول الأخرى (الشركاء التجاريين) عن طريق مضاعف التجارة الخارجية، و تتأثر بالتالي موازين مدفوعات هذه الدول عن طريق ما يصيب مستويات الأسعار و الدخل فيها.

ويختلف تأثير الدورة التجارية السائدة في اقتصاد ما على ميزان المدفوعات بحسب حجم الشراكة التجارية، نوع الدورة التجارية و كذلك المرونة الدخلية للاستيرادات بين البلد والعالم الخارجي.

¹ - غازي صالح الطائي، الاقتصاد الدولي، دار الكتب الطباعة و النشر، جامعة الموصل، 1999، ص 151

- الظروف الطارئة: قد تحصل أسباب عرضية لا يمكن التنبؤ بها و قد تؤدي إلى حدوث اختلال في ميزان مدفوعات القطر كما في حالة الكوارث الطبيعية و اندلاع الحروب و التغيير المفاجئ في أذواق المستهلكين محليا و دوليا فهذه الحالات ستؤثر عفي صادرات القطر المعني الشيء الذي ينجر عنه انخفاض في حصيلة هذه الصادرات المقدره بالنقد الأجنبي خصوصا قد يصاحب ذلك تحويلات رأسمالية إلى خارج القطر مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

- أسباب أخرى : من الأسباب الأخرى التي قد ينشأ عنها اختلال في ميزان المدفوعات كانخفاض الإنتاجية في الدول النامية نتيجة قلة أدوات الإنتاج لذلك تقدم هذه الدول على برامج للتنمية الاقتصادية و الاجتماعية يزداد فيها استيرادها من الآلات و التجهيزات الفنية و مستلزمات الإنتاج و غيرها من سلع التنمية لفترة طويلة و تهدف هذه البلدان من هذا إلى رفع مستوى الاستثمار الذي غالبا ما يتجاوز طاقتها من الادخار الاختياري، و يترتب عن هذا التفاوت بين مستوى الاستثمار و مستوى الادخار اتجاه نحو التضخم ، و هو اتجاه مزمن إذ أنه سنة بعد سنة و نتيجة لهذا التضخم و نظرا لزيادة واردات هذه الدول المتطورة فإنها تعاني عجزا دائما أو مزمنيا في ميزان مدفوعاتها و تمول هذه الواردات بقروض طويلة الأجل معقودة مقدما.

3- عوامل اختلال ميزان المدفوعات

يمكن إرجاع اختلال ميزان المدفوعات إلى بعض أو كل العوامل التالية:

- تغير المستوى العام للأسعار المحلية والعالمية:

فيما يخص اثر التغيرات الأسعار المحلية على ميزان المدفوعات فانه في حالة تعرض الاقتصاد الوطني سواء إلى حالات التضخم أو الانكماش فانه من شأنه أن يحدث أثارا مناظرة على كل من الطلب العالمي على الصادرات الوطنية و الطلب الوطني على الواردات الأجنبية ،وعليه ففي حالة ارتفاع الأسعار داخليا فان المنتجات الوطنية تصبح أسعارها مرتفعة من وجهة نظر المستهلك الأجنبي هذا ما يؤدي إلى انخفاض الطلب الأجنبي على السلع الوطنية و بالمقابل تصبح المنتجات الأجنبية رخيصة الثمن من وجهة نظر المستهلك الوطني ، وعليه يزداد الطلب الوطني على السلع الأجنبية وبالتالي زيادة الواردات أما إذا تعرض الاقتصاد الوطني إلى حالة الانكماش فهذا يؤدي الى انخفاض مستويات الأسعار المحلية وبالتالي يحدث عكس ما حدث في الأول حيث في الأخير تزداد الصادرات لانخفاض أسعار السلع الوطنية وتقل الواردات لان أسعارها ترتفع من وجهة نظر المستهلك الوطني

* أما فيما يخص تغيير مستويات الأسعار العالمية على المستوى العالمي فهذا يرتبط بظاهرة "تدويل التضخم" ويرتكز التحليل لأثر تغيير الأسعار على ميزان المدفوعات على التغيير المقدم من طرف نظرية كمية النقود سواء في صورتها الكلاسيكية (Irving Fisher) أو النيوكلاسيكية (Cambridge version)، حيث تقول أن التغيير في كمية النقود المتداولة يعد بمثابة العامل الأساسي المحدد لتغيير مستوى الأسعار وهذا بافتراض أن قاعدة الذهب الدولية هي التي تحدد الكيفية التي تصاغ من خلالها علاقات أسعار الصرف بين العملات ، حيث هذه القاعدة تفترض الثبات النسبي لأسعار الصرف وعليه تغيرات الأسعار المحلية والدولية تؤدي بطريقة تلقائية أو أوتوماتيكية إلى اختلال ميزان المدفوعات عن طريق تغيير الأسعار النسبية لقيم الصادرات والواردات ، هذا من شأنه أن يؤثر على توازن ميزان المدفوعات سواء بالعجز أو الفائض.

- تغيرات سعر الصرف Changes in Exchange Rate

توجد تفرقة بين تغيرات أسعار الصرف المرنة والحرّة Flexible Exchange وبين التغيرات الناجمة عن تقويم العملة بأعلى من قيمتها أو بأقل من قيمتها من ناحية أخرى .

- إذا أخذنا التغيرات في سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة الوطنية، أي وحدة من العملة الوطنية يتم استبدالها بعدد أكبر من وحدات من العملة الأجنبية) وهذا يؤدي إلى جعل المنتجات الوطنية أرخص نسبياً في نظر المستهلك الأجنبي ويجعل السلع الأجنبية في نظر المستهلك الوطني أعلى نسبياً و محصلة ذلك في الأخير هو ارتفاع قيمة الصادرات لارتفاع الطلب العالمي عليها وانخفاض قيمة الواردات لانخفاض الطلب الوطني عليها

ويمكن القول العكس إذا ما تعلق الأمر بحالة انخفاض سعر الصرف (ارتفاع قيمة العملة الوطنية) والتي تؤدي في الأخير إلى زيادة قيمة الواردات وانخفاض الصادرات

- أما إذا أخذنا التغيرات الناجمة عن تقويم العملة بأعلى أو أقل من قيمتها (تعهد السلطات النقدية ذلك) أي بعبارة أخرى حالة أولى إذا تعهدت الدولة جعل عملتها الوطنية رخيصة في سوق الصرف الأجنبي ، وحالة ثانية إذا تعهدت على جعل عملتها الوطنية غالية في السوق هذا من شأنه أن يخلق اختلال على مستوى ميزان المدفوعات إذا رغبت الدولة في زيادة قيمة الصادرات.

سادسا: مقاربات معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات (المدخل الحديثة):

إن وجود اختلال في ميزان مدفوعات قطر ما تعد من أهم المؤشرات الاقتصادية خطيرة على الاقتصاد الوطني فيما يتعلق بمركز ذلك القطر في المعاملات الاقتصادية الدولية لا سيما في حالة حدوث عجز في الميزان المذكور و لذلك فإنه عادة ما تتدخل السلطات العامة من أجل إحداث التوازن في هذا الميزان كلما أمكن ذلك و الذي عادة ما يتطلب فترة تمتد إلى سنوات عدة و ذلك باستخدام مجموعة من الإجراءات الاقتصادية شريطة عدم إلحاق الاقتصاد الوطني بأضرار جسيمة و عموما هناك أربع مقاربات لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات وهذا منذ أن تم التخلي عن معيار الذهب سنة 1931 والذي كان

يشكل آلية تعديل أوتوماتيكية وهي : مقارنة المرونات - مقارنة الاستيعاب - المقاربة النقدية - المقاربة المالية

وقبل التطرق الى ما سبق سنحاول دراسة آلية التسوية في ميزان المدفوعات في ظل النظرية الكلاسيكية.

والتي تركز في تحليل التوازن لميزان المدفوعات على الأسعار حيث أن أي تغيير في الأسعار سواء الداخلية أو الأجنبية يؤثر على حجم الصادرات و الواردات، و تعود هذه الآلية التي تحدث في ظل ثبات أسعار الصرف (قاعدة الذهب) إلى الاقتصادي في منتصف القرن الثامن عشر. و تقوم على الفرضيات التالية¹:

- ثبات أسعار الصرف.
 - حرية دخول و خروج الذهب و تحويله إلى عملات و العكس.
 - مستوى التشغيل الكامل و بالتالي يكون الدخل في أعلى مستوياته.
 - مرونة الطلب على السلع و الخدمات المنتجة محليا و مستوردة من الخارج.
- و تتطرق هذه النظرية في العلاقة الطردية بين الكتلة النقدية المتداولة و كمية الذهب إضافة إلى كون أن أي تغيير في مستوى الكتلة النقدية يؤثر على مستويات الأسعار.

01- مقارنة المرونات: Elasticity Approach

وقد ظهر هذا الأسلوب خلال فترة الثمانينات من القرن الماضي على يد "روبسون" ثم تدعم بما يسمى شرط مارشال - ليرنر المبني على أساس التوازن الجزئي حيث ترى هذه النظرية (مارشال- ليرنر) أن

¹ - محمد راتول، سياسات التعديل الهيكلي ومدى معالجة الاختلال الخارجي، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2000، ص 93.

فائضا أو عجزا في قيمة الصادرات مقارنة بقيمة الواردات يؤدي إلى فائض أو عجز في ميزان المدفوعات أو يعتمد هذا الأسلوب في صورته المبسطة على كل من مرونتي الطلب على الواردات والطلب الأجنبي على الصادرات في تحليل أثر تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية (حقيقيا) أو رفع سعر الصرف الأجنبي (الاسمي) في علاج عجز ميزان التجاري، ويمكن توسيع النموذج ليأخذ بعين الاعتبار المعاملات غير المنظورة، وبالتالي نبحث عن العجز في الحساب التجاري¹.

ويرتكز منهج المرونات على قاعدتين أساسيتين وهما:

- أنه يعتمد على سياسة تحول الطلب عن طريق سعر الصرف:

وجوهر هذه الفكرة هو تحويل الإنفاق إما من السلع المحلية إلى الإنفاق على السلع الأجنبية من طرف المقيمين، وبالتالي زيادة الواردات أو الاتفاق على السلع الأجنبية إلى الاتفاق على السلع المحلية من طرف غير مقيمين وبالتالي زيادة الصادرات.

- لا يهتم هذا الأسلوب بجميع عناصر ميزان المدفوعات:

إذ أنه يركز فقط على صادرات وواردات السلع وخدمات على أساس أن الصادرات تعكس المعروض من العملة الأجنبية.

وقد بينت مقارنة المرونات على فرضيات يمكن إيجازها في يلي:

- التوازن المبدئي في الميزان التجاري.²

- مرونة لا نهائية لعرض الصادرات والواردات، وبالتالي تكون أسعار السلع القابلة للإتجار دوليا (صادرات وواردات) ثابتة، وكذلك أسعار السلع المنافسة.

- ثبات العوامل الأخرى (الدخل وعوامل الإنتاج).

- ثبات منحنيات الطلب على الصادرات والطلب على الواردات.

- إفتراض عدم وجود ردود أفعال للدول الأخرى.

- المرونات السعرية هي القادرة على تفسير أثر تغيير معدل الصرف.

¹ - سامي حاتم عفيفي، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير، مرجع سابق، ص 105.

² - نشأة الوكيل، التوازن النقدي ومعدل الصرف، دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، مصر 2006، ص 03.

- افتراض حالة إستقرار سوق الصرف الأجنبي.

ولفهم منهج المرونات الذي شرح فيه مارشال ليرنر شرط نجاح تخفيض قيمة العملة في تصحيح عجز ميزان المدفوعات والذي يستند في تحليله لتأثيرات تغيرات معدل الصرف على الميزان التجاري وهي تشمل على مجموعة من المعادلات الرياضية، منطقيا في تحليل ميزان متوازن.¹

$$B = X - RM$$

X قيمة الصادرات بالعملة الوطنية

M قيمة الواردات بالعملة الأجنبية

RM قيمة الواردات بالعملة الوطنية

R سعر صرف العملة الوطنية

$$\alpha = \frac{dX}{X} / \frac{dR}{R} = \frac{dX}{X} * \frac{R}{dR} \quad (\text{مرونة الصادرات})$$

$$\alpha^{\circ} = - \frac{dM}{M} * \frac{dR}{R} = - \frac{dM}{M} * \frac{R}{dR} \quad (\text{مرونة الواردات})$$

بقسمة طرفي المعادلة على dR نجد

$$\frac{dB}{dR} = \frac{dX}{dR} - R \frac{dM}{dR} - M$$

في حالة التوازن: X-RM=0 ⇒ B = 0

$$M = \frac{X}{R} \Rightarrow \frac{1}{M} = \frac{R}{X}$$

$$\frac{dB}{dR} = M \left\{ \frac{dX}{dR} * \frac{R}{X} - R \frac{dM}{dR} * \frac{1}{M} - 1 \right\}$$

$$\frac{dB}{dR} = M \{ \alpha^* + \alpha - 1 \} \dots \dots \dots (O1)$$

تهتم مقارنة المرونات برصيد الميزان التجاري وبشكل أوسع برصيد العمليات الجارية لميزان المدفوعات والتي تحاول تبحث عن الشروط التي في ظلها يكون لتغيير سعر الصرف دور في التعويض عن التدهور في شروط التبادل والتي تعتبر العمل الأساسي لوجود واردات اكبر من الصادرات بالعملة الأجنبية بعبارة

¹-محمد راتول، تحولات الدينار الجزائري، ملتقى منظومة المصرفية، جامعة شلف 2004، ص 336.

أخرى تحاول مقارنة المرونات البحث عن الشروط التي يمكنها عند تخفيض سعر الصرف أن تحسن رصيد ميزان المدفوعات

من خلال المعادلة الأخيرة (01) نستنتج ما يلي :

- إن التحسن في الميزان التجاري نتيجة لتغير سعر الصرف يتم في حالة خضوع الإنتاج لظروف الغلة الثابتة و هي الحالة التي لا يترتب عليها زيادة عرض السلع دون الزيادة في النفقة الحدية

- يتطلب التحسن في ميزان المدفوعات أن يكون مجموع المرونات (الطلب العالمي على الصادرات والواردات) أكبر من الواحد الصحيح أي $\{\alpha^* + \alpha > 1\}$.

- ويطلق على هذه العبارة بشرط *Marshall- Lener condition* وهو الشرط الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على إثر انتهاء سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض، ففي حالة العجز تنتهج الدولة لسياسة تخفيض قيمة العملة *Devaluation* ، مما يؤدي إلى تغيرات مناظرة في أسعار كل من الصادرات والواردات ، فأسعار الصادرات تصبح منخفضة من وجهة نظر المستهلك الأجنبي فيزداد طلبه عليها ، في حين يحدث العكس بالنسبة لأسعار الواردات التي تصبح مرتفعة نسبيا من وجهة نظر المستهلك المحلي ، وهو ما ينعكس في انخفاض طلبه عليها، وعليه فارتفاع الصادرات وانخفاض الواردات إلى أن يتم القضاء على العجز في الميزان التجاري، وبالمقابل يحدث العكس إذا كان هناك سياسة رفع قيمة العملة *Appreciation* في حالة وجود الفائض.

انتقادات النموذج: رغم ما حققته هذه المقاربة من إيجابيات إلا أنها لم تخلو من نقائص عديدة أهمها:

- تجاهلت الشروط الأخرى لفعالية تخفيض سعر الصرف.
- لا يوجد ما يؤكد أن الوقت الذي يتحقق فيه التخفيض لن يؤدي إلى زوال الميزة التنافسية التي يقدمها سعر الصرف، خاصة أن تحقق الشرط يأخذ شهور وحتى سنوات ، حيث في هذه الفترة يمكن أن تتغير الأسعار المحلية مع نسبة التخفيض مما يتسبب في تتابع منحنيات (J) إلى الحد الذي لا يمكن معه استرجاع الخسائر الناتجة عن التخفيض

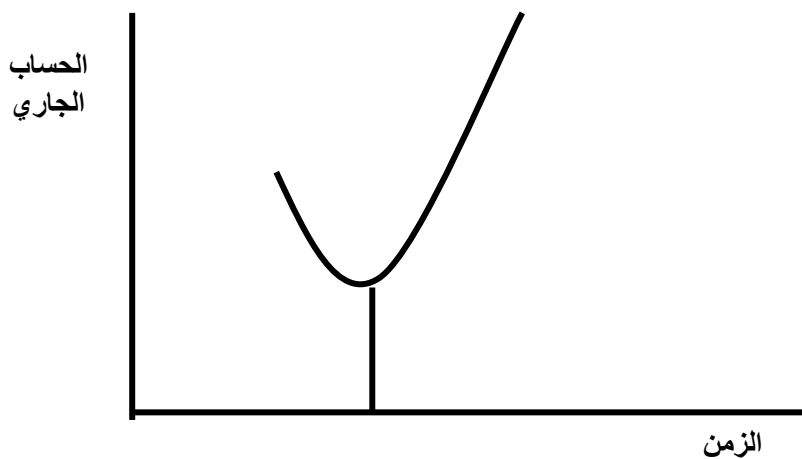
معنى منحنيات J : جاء هذا الشكل من الطريق الذي يأخذه الميزان التجاري بعد تخفيض سعر الصرف، فإذا كان شرط مارشال لينر محقق، فإن عجز الحساب الجاري يبدأ في التحسن بعد التخفيض ، وعلى كل حال الاقتصاديون لاحظوا أن الحساب الجاري يتدهور بشكل أولي قبل أن يتم هذا التحسن

،وظهور هذا المنحنى لان الصادرات والواردات لم تستجيب لتغيرات الأسعار مباشرة ،وهذا حتى ولو كان شرط مارشال في نهاية تحققه ،حيث أن الاقتصاديين قد قدروا طول فترة المنحنى من ستة اشهر إلى عامين ،وعليه فالسؤال الذي يطرح هو سرعة التعديل ؟ وعليه نلاحظ انه في المدى القصير التغيرات الكمية اكثر بظناً من التغيرات في الأسعار ، قبل أن الصادرات والواردات تبدأ في تعديل تغيرات الأسعار ، أي في هذه المرحلة سترتفع أسعار الواردات المدفوعة بالعملة الوطنية والمقومة بالعملة الأجنبية، وأسعار الصادرات تبقى غير متغيرة بالعملة الوطنية وستهبط بالعملة الأجنبية، وتندهور معدلات التبادل التجاري للدولة التي تخفض قيمة عملتها ويتوسع عجزها التجاري وهذا ما يدعى بأثر القيمة Value effect .

المرحلة الثانية: وخلال هذه المرحلة يظهر أثر الحجم مع قيام العناصر الاقتصادية المحلية بتخفيض وارداتهم ومع كون الصادرات الآن ارخص بالعملة الأجنبية، فهي قادرة على زيادة حصتها السوقية.

وهذه الآثار الإيجابية ذات المراحل المتعاقبة من الناحية النظرية تفوق الآثار السعيرية السيئة وتولد عودة الى حالة التوازن التجاري، والتغيرات عبر الزمن في الميزان التجاري المحددة من قبل هذين الأثرين المتعاقبين المتعلقين بالحجم والقيمة، وفي مجال التطبيق يكون نجاح أي تغيير في سعر الصرف محدد من قبل شدة المكاسب أو الزيادات المتحققة في القدرة على التنافس في مجال السعر ومرونة الاستجابة من قبل المنتجين المحليين و مرونة الطلب المحلي والخارجي. وكما مبين في الرسم البياني أدناه

- منحنى J -



أستكمالاً لما تقدم فإن نوعية السلع التي تتكون منها الصادرات والواردات تؤدي دوراً مهماً في النتائج المترتبة على تخفيض قيمة العملة، فاذا كانت هذه السلع صناعية وتشكل نسبة مهمة من صادرات الدولة المعينة، فان التخفيض سيؤدي الى زيادة مهمة في حجم الصادرات لاسيما اذا كان الطلب الخارجي مرناً،

أما إذا كانت صادرات الدولة تتكون من مواد أولية فنجد من الصعوبة زيادة حجم الصادرات بعد التخفيض، لأن الطلب الخارجي على هذه السلع غير مرن خاصة بعد اكتشاف العديد من البدائل الصناعية لتستخدم عوضاً عن المواد الخام وهكذا الحال مع السلع الزراعية التي لا تستجيب بصورة سريعة للزيادة الحاصلة في الطلب الخارجي، بل نحتاج الى فترة من الزمن بقدر المدة بين زراعة المحصول وجنيه و أعداده للتصدير بعد ذلك.

وهكذا نشاهد بان سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة تكون اكثر فاعلية في الدول المتقدمة الصناعية منها في الدول النامية، لأن الأولى معظم صادراتها تتكون من السلع فضلاً عن امتلاكها طاقه إنتاجيه و اسعه قادرة على الاستجابة لكل زياده محتمله في الطلب، بينما الدول النامية، ويسبب حاجتها الى السلع المصنعة، فان التخفيض سيضيف عبئاً آخر عليها من جراء ارتفاع أسعار مستورداتها.

على العموم فإن التجارب قد أثبتت أن التخفيض لربما يسبب تأثير سلبى على الميزان التجاري على المدى القصير لكن التحسين يكون في المدى الطويل ، حيث أن الأسعار تعدل بشكل فوري فانه هناك تأخر في الزمن بالنسبة للمستهلكين والمنتجين ليأخذوا بالتعديل في تغيرات الأسعار النسبية } (Junz Magee(73) Meade(88))، ورأوا أن هناك مرونة عرض الصادرات كبيرة و مرونة طلب الواردات في المدى القصير صغيرة .

أما الأدبيات الحديثة ، وعند استعمال نماذج توازن عامة ديناميكية فقد وجدت أن الميزان التجاري يتناسب سلبيا مع حركات شروط التبادل الحالية و المستقبلية (الذي يقاس بسعر الصرف الحقيقي) لكنه يتناسب إيجابيا مع الحركات الماضية (Bakus and Al 94) ، هذا ما أطلق عليه بمنحنى S لأنه يسبب شكل لا متناظر عبر معادلة التناسب للميزان التجاري و سعر الصرف الحقيقي .

02- مقارنة الاستيعاب: Absorption Approach

هذه المقاربة جاءت كرد فعل على الانتقادات التي وجهت إلى النظرية السابقة ،خلال الخمسينيات على يد مجموعة من الاقتصاديين (Alexander(52-59) Harberger(1950) Meade (1951) Kenen(85) Kreger(83)) حيث قدموا تحليلا جديد تركز على التحليل الاقتصادي الكلي لميزان المدفوعات حيث يرو أن الاختلال هو محصلة للاختلافات بين قرارات الإنتاج والاستهلاك أو الادخار و الاستثمار ، يعتمد منهج الاستيعاب على النظرية التي تهتم بالتغيرات الحاصلة في الدخل وأثارها على الصرف الأجنبي وبالتالي على وضع ميزان المدفوعات ويطلق عليه أيضا تحويل الانفاق ويعد ألكسندر

J.Alexander أول من قام بتطوير هذا المنهج عام 1952 في دراسة عن تأثير تخفيض قيمة العملة على الحساب الجاري من خلال تحليل أثر التخفيض على الدخل الوطني والإنفاق الكلي المحلي، وهذا وقد قام مدخل الاستعاب على افتراض أن متطابقة ميزان المدفوعات هو عبارة عن الفرق بين الناتج المحلي (Y) والإنفاق المحلي الكلي (A).¹

ويعتمد هذا الأسلوب بشكل عام على معادلة التوازن بين العرض والطلب الكلي المستوحاة من الفكر الكينزي، حيث أن الإنتاج أو الدخل يساوي إلى مجموع الاستهلاك الخاص (C) والاستثمار المحلي الخاص (I) و الإنفاق الحكومي على السلع والخدمات (G) وصافي الصادرات (X-M).

ويتمثل لب هذه المقاربة في أن التخفيض يكون ناجحا و يحسن رصيد ميزان الجاري إذا كان يؤدي إلى زيادة الدخل على الإنفاق المحلي الكلي و قد انطلقوا من العبارة التالية:

$$Y=C+I+G+E-M.....(1)$$

$$A=C+I+G.....(2)$$

من المعادلتين السابقتين نجد :

$$E-M=Y-A.....(3)$$

$$\Delta B=\Delta Y-\Delta A.....(4)$$

من خلال ما سبق يتضح أن التخفيض يعمل بطريقتين على الدخل وعلى الإنفاق المحلي

وعلى هذا الأساس من أجل تعديل وضعية ميزان المدفوعات لابد من:

- زيادة الإنتاج الداخلي.
- تقليص الطلب الإجمالي.

وهما خياران لا يمكن تجنبهما أما هذه الوضعية الحرجة، ولصعوبة زيادة الإنتاج في الدول النامية في الأجل القصير، وعدم مرونة جهازها الإنتاجي وجموده، يتطلب القضاء على العجز في الحساب الجاري سياسات اقتصادية مالية ونقدية انكماشية، يتم من خلالها تخفيض الإنفاق أو الطلب الكلي (الامتصاص) وهي سياسات جانب الطلب، ثم بعد ذلك تطبيق السياسات التي تؤثر على الإنتاج، وهي سياسات جانب

¹-محمد عبد العزيز عجمية، مرجع سابق، ص 58.

العرض والمسمأة سياسات التصحيح الهيكلي، لأنه من الصعب عمليا وفي الأجل القصير للحصول على ارتفاع ذو معنى للإنتاج الإجمالي، غير أنه من السهل من الناحية التقنية لا السياسية إضعاف الطلب الإجمالي وفرض سياسة نقشفية، وتخفيض مستوى المعيشة.

- على الدخل : يتجلى هذا العامل من خلال اثريين:

* اثر العمالة (اثر إيجابي): Employment Effect: فإذا كان الاقتصاد تحت العمالة الكاملة أو أن هناك نقص في استخدام القدرات الإنتاجية فإن الصادرات الإضافية و الانخفاض في الواردات يعمل على تحريض الدخل الوطني على الارتفاع (تأثير المضاعف) وهو ما يحسن الميزان الجاري

* اثر شروط التبادل (اثر سلبي): Terms Of Trade Effect: إن التخفيض يجعل الواردات أعلى بالعملة المحلية التي لاتجاري الارتفاع المقابل في أسعار التصدير ، هذا ما يجعل تدهور في حدود التبادل (شروط التبادل)

يمثل التدهور في شروط التبادل خسارة في الدخل الحقيقي لان عدد اكبر من الوحدات من الصادرات يجب أن تعطى للحصول على وحدة واحدة من الواردات، من هنا اثر شروط التبادل الذي سببه التخفيض يخفض الدخل ، وان الأثر الإجمالي للتخفيض (اثر العمل ،اثر شروط التبادل) على الدخل هو غامض بالطبع إذا كان الاقتصاد في عمالة كاملة ، والارتفاع في الدخل غير ممكن ،في هذه الحالة للتخفيض أن يحسن العجز في رصيد الميزان الجاري من خلال التخفيض في الإنفاق المحلي مباشرة.

على الإنفاق المحلي: لكي يكون التخفيض ناجحا يجب أن يكون تغير الاستيعاب الوطني سالبا ، ولكي يكون سالبا يجب أن تكون هناك ثلاث ميكانيزمات وهي :

- اثر الرصيد الحقيقي: Cash Balance (real)

التخفيض يسبب زيادة في أسعار الاستيراد ومن هنا في المستوى العام للأسعار ،هذا ما يجلب تناقص في القيمة الحقيقية للثروة المحمولة على شكل نقدي، فالأعوان الاقتصادية ستحاول إعادة بناء أرصدهم النقدية و هذا من خلال تخفيض إنفاقها و تباع أصولها مما يؤدي إلى رفع أسعارها و بالتالي إلى رفع أسعار الفائدة ، الأمر الذي يخفض الإنفاق ، وهكذا فتأثير الرصيد الحقيقي انه يخفض الاستيعاب ويحسن رصيد الميزان الجاري.

- تأثير الوهم النقدي: Money Illusions Effect

من المفترض أن ارتفاع الدخل الاسمي أو النقدي و الأسعار بنفس النسبة بسبب التخفيض ، فان الدخل الحقيقي لا يتغير ، لكن إذا الأعوان الاقتصادية لا يدركون هذا لأنهم خاضعون للوهم النقدي فسيغيرون استيعابهم،جهة التغيير تعتمد على نوع الوهم النقدي ، فإذا استخدمت ارتفاع مستوى الدخل الاسمي كحجة لزيادة الادخار فهذا من شأنه تخفيض الاستيعاب ، أما إذا ما استعملته كحجة لزيادة الاستهلاك فهذا من شأنه زيادة الاستيعاب والتأثير على الحساب الجاري.وهكذا فإن تأثير الوهم النقدي على الاستيعاب هو غامض.

- تأثير التوزيع: Repartition Effect

يأتي هذا التأثير كون التخفيض يحسن دخول الفئات الاجتماعية التي لديها ميل حدي للادخار عالي على حساب الفئات التي لها ميل للاستهلاك عالي.

كخلاصة للقول أن التأثيرات الإجمالية للتخفيض على الاستيعاب (الامتصاص) المباشر غامضة:

- بينما تأثير الرصيد النقدي يعمل على تخفيض الاستيعاب المباشر فان التأثيرات الأخرى يمكن أن ترفع أو تخفض الاستيعاب المباشر .

- إجمالاً المقاربة تفترض أن التخفيض سيكون له آثار متنوعة و تأثيرات متضاربة على الحساب الجاري

- على كل حال مقارنة الاستيعاب أعطت بعض الدروس المهمة لصناع السياسة و هي أن الدخل المحلي المرتفع نسبة إلى الاستيعاب المحلي سيحسن ميزان المدفوعات

- في هذا المجال التخفيض ينجح إذا روفق بسياسة اقتصادية تركز على رفع الدخل الوطني وكبح الاستيعاب المحلي.

إن هذه المقاربة قد أهملت العديد من المتغيرات خاصة النقدية ،حيث أن السياسة النقدية المصاحبة للتخفيض ضرورية لنجاحه ، خاصة إذا كان التخفيض سيؤدي إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المعاملات و مع تبات عرض النقود فهذا سيؤثر على أسعار الفائدة ، وهو ما تجاهلته كلا المقاربتين السابقتين .

03- المقاربة النقدية: Monetary Approach¹

لقد اعتمدت كلا المقاربتين السابقتين على التجارة الخارجية فقط وتجاهلت نهائيا لحركات راس المال ، خاصة مع التطورات المهمة في الأسواق المالية ، وحرية تدفقات رؤوس الأموال وما لها من تأثيرات على التوازن الخارجي ،لهذه الأسباب فقد ظهرت خلال الخمسينيات مقاربة جديدة سميت بالمقاربة النقدية والتي طورت خلال السبعينيات على يد مجموعة من الاقتصاديين منهم (Polak57 Halm 59 Pearce Mundell 71) ،التي ترجع الاختلال (العجز أو الفائض) في ميزان المدفوعات إلى اختلال نقدي في جوهره (Frankel , Johnson 1977) ،وتؤكد ان الاختلال في ميزان المدفوعات هو انعكاس للاختلال في سوق النقود، يحدث بسبب الاختلافات بين كمية النقود التي يحتفظ بها الأعوان الاقتصادية و كمية النقود المعروضة من طرف السلطات النقدية ، فإذا كان عرض النقود اكبر من الطلب عليه فان الأعوان الاقتصادية ستستعمل هذه الزيادة في الإنفاق المحلي والأجنبي لكن إذا كان عرض النقود اقل من الطلب عليها فهذا النقص أو العجز سيعوض بواسطة التدفقات النقدية الأجنبية وتستند المقاربة الى مجموعة من الفرضيات:

- يتطلب التوازن على المدى الطويل توازنا تدفقا وتوازنا مخزونيا في كل الأسواق
 - دوال الطلب على النقود عرضه مستقرتان على عدد محدد من المتغيرات،وعليه فالطلب على النقود في الاقتصاد هو الطلب المحدد من بعض المتغيرات ، ومن أهمها مستوى دخل الأفراد ،حيث توجد علاقة مباشرة بين الدخل الفردي الحقيقي و الطلب الحقيقي على النقود ، أما المحدد الثاني فهي أسعار الفائدة و بعلاقة عكسية ،لأن ارتفاعها سيرفع من الادخار وبالتالي إلى تخفيض الطلب الحقيقي على النقود، أما عرض النقود فتفصله إلى كل من القرض المحلي و صافي الاحتياطيات الدولية
 - لا تستطيع السلطات النقدية أن تعقم العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات لمدة طويلة
- هذه المقاربة تنظر لميزان المدفوعات كميزان شامل يضم الميزان الجاري وميزان راس المال،وبالتالي فهي ترى أن التغير في الاحتياطيات الأجنبية المعادل لرصيد الحساب الجاري وراس المال كرصيد لميزان المدفوعات ومقياس للاختلال فيه ،وهي تربط بين السوق النقدية الوطنية وصافي الاحتياطيات النقدية الدولية ، باعتبار ان هذه الأخيرة دالة للفرق بين عرض النقود والطلب عليها،حيث الفائض في عرض

¹ - Albert Ondo Ossa, Opcit, p

النقود يؤدي خسارة في احتياطات الصرف أي عجز ميزان المدفوعات ويترجم الفائض في الطلب على النقود بالزيادة في الاحتياطات أي بفائض خارجي

ويمكن تحليل هذه المقاربة من خلال:

$$M^o = M^d \text{ -الارصدة الفعلية تطابق الأرصدة المرغوبة}$$

عرض النقود يساوي مجموع التغير في توزيع القرض المحلي و التغير في الاحتياطات الأجنبية: $M^o = \Delta C + \Delta R$ حيث أن ΔC : التغير في القرض المحلي و ΔR : التغير في الاحتياطات.

$$\Delta R = B \text{ - رصيد ميزان المدفوعات يساوي التغير في الاحتياطات لأجنبية}$$

وباعتبار الطلب على النقود والقرض المحلي معطيات، فإن التعديل بين الكميات النقدية المعروضة والمطلوبة يتم بواسطة التغير في الاحتياطات الأجنبية على النحو الموالي:

$$\Delta R > M^d ; \Delta R < 0$$

$$\Delta R < M^d ; \Delta R > 0$$

وبيان ذلك أن إفراط السلطات النقدية في الائتمان المحلي يؤدي إلى زيادة عرض النقود على الطلب عليها فتزداد تلك الأرصدة النقدية الفعلية في حوزة الأعوان الاقتصادية عن مستويات الأرصدة التي يرغبون في الاحتفاظ بها.

في حالة التشغيل الكامل وتبعية الأسعار في تحديدها للمستوى العالمي، فإن مستوى الاسعار لن يتغير ، وستعكس الزيادة غير المرغوبة من الأرصدة في شراء الأصول الحقيقية والمالية من الخارج، أي في زيادة الواردات، ومقابل هذه الزيادة في طلب العملة الأجنبية تنقص الاحتياطات لمساندة قيمة العملة المحلية وينتج عن ذلك نقصان عرض لنقود، إلى أن يستعيد الأعوان المستوى المرغوب في أرصدهم النقدية ، هكذا يلاحظان عودة التوازن تمت بواسطة التغير في الكميات النقدية، وذلك من خلال تدفق الاحتياطات لإحداث المساواة بين المخزون النقدي الفعلي و المخزون النقدي المرغوب فيه، وبصح العكس لما سبق في حالة الفائض إذن التعديل العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات يتم من خلال توازن سوق النقود.

في حالة افتراض إمكانية تغير الإنتاج و الأسعار، يتم تحليل اختلال ميزان المدفوعات بأثر مباشر لكمية النقود واثر غير مباشر لها ناتج عن الأسعار و الدخول، ففي حالة زيادة عرض النقود مثلاً، سوف يتجه

المقيمون إلى زيادة طلبهم على الأصول الحقيقية والمالية في الداخل و الخارج وستؤثر الزيادة في طلب الأصول الخارجية على الاحتياطيات الأجنبية بالنقص كما في السابق، بينما تؤدي زيادة الطلب على الأصول المحلية إلى ارتفاع الأسعار و الإنتاج ، تبعا لدرجة مرونة هذا الأخير، وسيظهر تبعا لذلك زيادة إضافية في الواردات ،نتيجة استيراد مستلزمات الزيادة في الإنتاج من ناحية والإقبال على الأصول الأجنبية نتيجة ارتفاع الأسعار الداخلية من ناحية أخرى ، وهكذا يتضح أن إفراط عرض النقود تسبب في عجز ميزان المدفوعات سواء من خلال تأثيره المباشر أو غير المباشر

وكخلاصة للقول فان هذه المقاربة ترى أن سياسة سعر الصرف تعالج اختلال ميزان المدفوعات من خلال تأثيراتها على طلب وعرض الأرصدة النقدية ،فانطلاقا من وضعية توازن يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى رفع الأسعار بالعملة المحلية للسلع القابلة للاستيراد وبسبب الإحلال الممكن فان أسعار السلع غير القابلة للمتاجرة سترتفع كذلك حتى وان كان ذلك بدرجة اقل ،وسيؤدي الارتفاع في مستوى الأسعار إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية للمحافظة على نفس المستوى المرغوب من القوة الشرائية .وإذا لم يتم إشباع ذلك الطلب المخزوني من المصادر المحلية ،فسيكون هناك تدفق للنقود من الخارج إلى البلد مؤديا إلى فائض في ميزان المدفوعات ، وبالتالي إلى ربح في الاحتياطيات الدولية، إلى أن يعاد تثبيت التوازن المخزوني في سوق النقود

وعلى نفس المنوال يؤدي تثبيت سعر الصرف إلى عجز مؤقت في ميزان المدفوعات عن طريق خفض الأسعار المحلية ،حيث ينخفض الطلب على الأرصدة النقدية ،مما يؤدي إلى فائض مخزوني في عرض النقود

04- المقاربة المالية: ¹Policy Approach

يتمثل جوهر هذه النظرية في اعتبار رصيد ميزانية الدولة محددًا لاختلال ميزان المدفوعات، حيث تنطلق في تحليلها من معادلة توازن سوق السلع والخدمات

$$Y+M=C+I+X.....(1)$$

تم إضافة إليها عناصر ميزانية الدولة المتمثلة في T نفقات الميزانية و G إيراداتها لتصبح :

$$Y+M+T=C+I+X+G.....(2)$$

¹ - منصورى عبد الله، مرجع سابق.

وعليه يمكن استخراج رصيد ميزان المدفوعات التالي:

$$X - M = Y - A + T - G \dots \dots \dots (3)$$

$$A = C + I : \text{حيث أن}$$

من خلال العبارة الأخيرة نلاحظ العلاقة السببية لميزان المدفوعات ورصيد ميزانية الدولة.

سابعاً: تمارين للحل:التمرين الاول:

إليك المعلومات التالية والخاصة بالتدفقات الحقيقية و النقدية والمالية لبلد ما مع بقية العالم خلال سنة معينة

45-	تحويلات أحادية الجانب للقطاع العام
50-	فوائد توزيعات وأرباح و دخول أخرى لرؤوس الأموال
20+	رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع الخاص غير المصرفي
50-	استثمارات مباشرة للبلد في الخارج
30+	تعاون فني
10+	سمسة دولية
70+	أسفار
2000+	صادرات سلعية
20-	شهادات اختراع وإتاوات
25+	تأمينات
80-	رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع المصرفي
95-	قروض طويلة المدى للخارج
1800-	واردات سلعية
20-	أجور و دخول أخرى للعمل
60-	رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع العام
60+	استثمارات في المحفظة
10+	نقلات
15-	اعتمادات تجارية على المدى الطويل
	- إعداد ميزان المدفوعات واستخرج أهم الأرصدة؟ ثم فسرهما.

التمرين الثاني:

إليك المعلومات التالية والخاصة بالتدفقات الحقيقية و النقدية والمالية لبلد ما مع بقية العالم خلال سنة معينة

45	✓ تحويلات أحادية الجانب للقطاع العام مدفوعة
50	✓ فوائد وتوزيعات مدفوعة للخارج
20	✓ رؤوس أموال قصيرة المدى مقبوضة للقطاع الخاص غير المصرفي
50	✓ استثمارات مباشرة للبلد في الخارج
10	✓ سمسة دولية
70	✓ مقبوضات على نقل أجنب
2000	✓ صادرات سلعية
20	✓ خدمات مالية مقدمة للأجانب
25	✓ تأمينات مقبوضة
80	✓ رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع المصرفي مدفوعة
95	✓ قروض طويلة المدى للخارج
1800	✓ واردات سلعية
20	✓ أجور و دخول أخرى للعمل مدفوعة
60	✓ رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع العام مدفوعة
60	✓ استثمارات في المحفظة في الخارج
?	✓ أخطاء وسهو
10	✓ نقل سلع للأجانب

- إعداد ميزان المدفوعات مع استخراج حساب السهو والخطأ ؟

فسر الأرصدة التالية: التجارة الخارجية ، المالي ورأس المال

التمرين الثالث:

إليك المعلومات التالية والخاصة بالتدفقات الحقيقية و النقدية والمالية لبلد ما مع بقية العالم خلال سنة معينة

50-	• تحويلات أحادية الجانب للقطاع العام
2222+	• صادرات سلعية
22-	• شهادات اختراع وإتاوات
20+	• تأمينات
66-	• رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع المصرفي

- استثمارات أخرى طويلة المدى للقطاع العام 5-
- قروض طويلة المدى للخارج 20-
- واردات سلعية 2500-
- فوائد توزيعات وأرباح و دخول أخرى لرؤوس الأموال 40-
- رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع الخاص غير المصرفي 60+
- استثمارات مباشرة للبلد في الخارج 80-
- خدمات أخرى 2+
- تعاون فني 60+
- سمسرة دولية 3+
- أسفار 100+
- أجور و دخول أخرى للعمل 20-
- رؤوس أموال قصيرة المدى للقطاع العام 65-
- تحويلات أحادية الجانب للقطاع الخاص 20-
- أشغال كبرى 50+
- استثمارات مباشرة للخارج في البلد 60+
- استثمارات في المحفظة 170+
- نقلات 15+
- اعتمادات تجارية على المدى الطويل 20-
- سلع وخدمات أخرى 100+
- قروض طويلة المدى من الخارج 40-

المطلوب الأول: عرف المصطلحات التالية :

- استثمارات في المحفظة
- رؤوس الأموال قصيرة المدى للقطاع المصرفي
- رؤوس الأموال قصيرة المدى للقطاع غير المصرفي
- رؤوس الأموال قصيرة المدى للقطاع العام
- تحويلات أحادية الجانب (عام، خاص)
- السمسرة الدولية
- أجور و دخول أخرى للعمل
- المطلوب الثاني: استخرج وفسر أرصدة ميزان المدفوعات التالية بعد إعداده
- التجارة الخارجية

- العمليات على السلع
- الخدمات
- العمليات الجارية
- حركات رؤوس الأموال الطويلة المدى
- المركز النقدي الخارجي

التمرين الرابع:

المطلوب الأول:

أ - ما ذا يقصد بالمصطلحات التالية:
السمسرة الدولية، المركز النقدي الخارجي

ب - فسر مايلي:

- رصيد موجب لحساب التجارة الخارجية - رصيد سلبي لرؤوس الأموال القصيرة المدى للقطاع العام
- رصيد سلبي للمركز النقدي الخارجي

المطلوب الثاني:

- كيف يمكن معالجة عجز ميزان المدفوعات في ظل معيار نظام الذهب (نقاط دخول وخروج الذهب)؟
- ما علاقة بنود ميزان المدفوعات (الدائن والمدين) بقيمة سعر صرف العملة الوطنية

المطلوب الثالث:

- يرى الاقتصاديون أن تخفيض سعر الصرف (لمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات) يؤدي إلى تتابع منحنيات (J) إلى الحد الذي لا يمكن استرجاع الخسائر في الميزان التجاري.
- اشرح معنى منحنيات J وفسر هذا الرأي ؟ .
 - خلال التسعينات قامت الجزائر بتخفيض في قيمة عملتها ب 10 %، مما أدي إلى تحسن الصادرات ب 20 % وارتفاع الواردات ب 10% .

ما هي نسبة التحسن في ميزان مدفوعاتها؟، هل يمكن اعتبار أن هذه العملية كانت صالحة لحالة

ميزان المدفوعات الجزائري، ولماذا؟

التمرين الخامس:

يرى بعض الاقتصاديين أن مقاربة المرونات (*Marshall - Lener condition*) هو شرط كاف لمعالجة الاختلال (العجز) في ميزان المدفوعات.

بصفتك دارس لموضوعة المالية الدولية حاول التأشير وبشكل مكثف لمدى واقعية هذه الرؤى في ظل التطورات الحالية ، وما الاستنتاج الذي تخرج به بالنسبة للاقتصاد الجزائري؟.

التمرين السادس:

- كيف يمكن معالجة عجز ميزان المدفوعات عن طريق مقاربة المرونات ؟

- ما الفرق بين التحليل المحاسبي والاقتصادي لميزان المدفوعات.

التمرين السابع:

- تناول بشيء من التفصيل النموذج النقدي لميزان المدفوعات

- يقوم النموذج النقدي لجاك بولاك لميزان المدفوعات على مقاربة تستند الى مجموعة من الفرضيات ما

هي؟

- ما معنى البرمجة المالية لصندوق النقد الدولي.

المحور الثاني: تطور سياسات وأسواق الصرف الأجنبي.

الهدف من المحور:

- علاقة ميزان المدفوعات بسوق وسعر الصرف
- علاقة سوق الصرف بسعر الصرف
- كيفية قراءة تسعيرات اسعار الصرف
- كيفية الشراء والبيع في سوق الصرف واهم معاملاته

المحتوى:

- اولاً: تعريف سوق الصرف
- ثانياً: خصائص سوق الصرف
- ثالثاً: المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي
- رابعاً: وظائف وأنواع سوق الصرف
- خامساً: تعريف سعر الصرف
- سادساً: أهمية سعر الصرف وأنواعه
- سابعاً: محددات والعوامل المؤثرة في اسعار الصرف :
- ثامناً: النظريات المحددة لسعر الصرف
- تاسعاً: تمارين للحل

مقدمة:

يعتبر سوق الصرف الأجنبي من أكثر الأسواق إتحادا وسعة في العالم، وتتوافر له وسائل اتصال فورية بين المراكز المالية العالمية، ويضم مختلف أسواق العملة، كما تقوم على مستواه مجموعة من العمليات تتراوح بين الآجلة والعاجلة بتدخل الكثير من الأطراف.

اولا- مفهوم سوق الصرف.

هو مكان التقاء العرض والطلب على العملات الأجنبية، حيث ينتج من خلال عمليات البيع والشراء سعر توازن هو سعر الصرف و أول من استعملته كان من طرف مصرفي شمال إيطاليا والذي كان يسمى cambio ، وهناك نوعان من الصرف اليدوي والكتابي ،حيث أن الأول لا يستعمل إلا نادرا ما بين 1-3% نظرا للتكاليف التي تعتريه.

يقصد بسوق الصرف عموما "السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية.¹ كما يمكن تعريفه أيضا أنه "الوسيلة التي يتم بواسطتها شراء وبيع العملات الأجنبية المختلفة".²

وبناء على ما تقدم يمكن أن يعرف سوق الصرف بأنه ذلك المكان الذي يباع فيه ويشترى منه العملات الوطنية للدول على أن يكون المكان إفتراضيا غير مركزي، ويشمل بلدان العالم بأكمله وسوق الصرف يحتمل جميع عملات دول العالم غير أنه هناك عملات رئيسية، والتي أصبح من المتعارف عليه تداولها كأسس لسوق التعامل بالعملات نذكر ما يلي الدولار الأمريكي ، اليورو ، الجنيه الاسترليني، الفرنك السويسري ، الدولار الأسترالي، الدولار الكندي.

ثانيا- خصائص سوق الصرف:

تتصف أسواق الصرف الأجنبي بخصائص أسواق المنافسة الكاملة، فالسلع محل التداول في سوق الصرف الأجنبي وهي العملة الأجنبية تعتبر سلعة متجانسة ومتماثلة تماما، وأسواق غير كاملة تسودها الصور الاحتكارية، فالنقود هي السلعة المتبادلة تتجانس تجانسا تاما بين جميع وحداتها، فضلا عن أن أسعارها تتماثل بين أرجاء سوق الصرف الواحد وتتميز أسواق الصرف الأجنبي بالخصائص التالية.³

¹ - محمود عبد الرزاق، الاقتصاد الدولي والتجارة الدولية النظرية والتطبيقي، الطبعة الأولى الدار الجامعة للنشر والتوزيع، الأردن 2004، ص68.

² - سامي حاتم عفيفي التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم، الكتاب الثاني، الدار المصرية اللبنانية، 1994، ص 25.

³ - سامي حاتم عفيفي، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم، مرجع سابق، ص 26.

- انه سوق ما بين البنوك : خاص بالبنوك التجارية والمؤسسات المالية، بنوك الاستثمار، السماسرة (تدخل السماسرة يكون غير مباشر في السوق مهمتهم نشر المعلومات لصالح المشتريين والبائعين والقيام بالوساطة، ويكون عددهم قليل...) ونفس الشيء بالنسبة للأفراد حيث لا يسمح لهم بالتدخل إلا من خلال البنوك والسماسرة.

- سوق يعمل على مدار اليوم و الساعة: فانطلاقا من السادسة مساء تفتح بورصة wall street إلى غاية الحادية عشرة ليلا وبعدها تفتح الأسواق الأسترالية ثم طوكيو وسنغافورة فمراكز الشرق الأوسط حتى الثامنة صباحا أين تفتح الأسواق الأوروبية حتى السادسة مساء (حسب حركة الشمس).

- سوق يعمل بالتراضي: يتم التفاوض وجها لوجه وعلى المقاس عكس أسواق المشتقات المالية التي هي معيارية وحسب مبالغ محددة.

- سوق شفاف وسائل: ويقصد بها وصول المعلومات والحصول عليها من مختلف المتعاملين، كما انه يتم تبادل يوميا اكثر من 4000 مليار دولار يوميا سنة 2010 حسب تقرير بنك التسويات الدولية وهذا ما يعني حجم معاملات سوق الصرف في أسبوع اكبر من قيمة حجم التجارة العالمية لسنة كاملة، حيث ثلثي منها تتم كعمليات اجلة¹.

- تجانس العملة الأجنبية بطريقة لا يمكن على أساسها التفرقة بين دولار أمريكي وآخر للأسباب شخصية أو موضوعية ، فجميع الوحدات النقدية لها نفس قوة الإبرام القانونية كما أنها تتماثل في الوزن في حالة النقود معدنية ولهما نفس الخصائص في النقود الورقية.

- تتكلف عمليات التحكيم والمراجعة بالقضاء على ظاهرة إختلاف أسعار العملات بين أسواق الصرف الأجنبي مهما كان بعدها الجغرافي عن طريق زيادة الطلب على العملة الأجنبية في سوق الصرف الذي يشهد إنخفاضا في سعرها، فيرفع سعر الصرف في السوق الأولى ويخفضه في السوق الثاني إلى أن يتحقق التوازن في أسعار الصرف بين الأسواق المختلفة.²

- يتم التمييز في سوق الصرف بين العملات من خلال استخدام اختصار معياري (norme ISO) فهي تتكون من ثلاث حروف الحرفان الأولان يشيران إلى اسم البلد أما الحرف الثالث فيشير إلى اسم العملة،

¹ - Enquête triennale de la BRI, décembre 2010

² - السيد محمد السيرتي، اقتصاديات التجارة الخارجية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر مصر، 2009، ص 50.

الدولار الأمريكي USD ،الدوتشمارك الألماني DEMالين الياباني JPY ،الدولار الكندي CAD، الدولار النيوزيلندي NZD ،الارورو EUR ، البيزو المكسيكي MXP ، البيزيطا الاسبانية ESP، الكورون النرويجي¹ NOK

وفي اغلب المراكز المالية فإن العملات تسعر بالدولار, أما أهم العملات الأكثر تداولاً مثلاً سنة 2010 فتتمثل في الدولار بـ 84.9% الاوروب 39.1% الجنيه الإسترليني 12.9% والين 19%².

اما بالنسبة لاهم المراكز المالية فنجد الاسواق البريطانية التي تستحوذ على 37 بالمئة من المعاملات سنة 2010، تليها الاسواق الامريكية بـ 18 بالمئة، اليابانية 6 بالمئة، هونغ كونغ،سنغافورة، سويسرا بـ 5 بالمئة، ثم الاسترالية 4 بالمئة، الفرنسية 3 بالمئة، الالمانية 2 بالمئة، باقي العالم 15 بالمئة³.

- أسعار العملات عموماً تكتب بأربعة أرقام بعد الفاصلة La virgule ، 1USD=6.0245 FRF، والذي يعبر عنه بنقطة (point ou pip) أي أن النقطة تساوي 1/10000 من سعر صرف العملة فمثلاً ارتفاع الاورو مقابل الدولار بالانتقال من 0.2030 الى 0.2015 يعبر عن تحسن في قيمة الاورو بـ 15 نقطة ، أما الحالة الاستثنائية الوحيدة بخمسة أرقام وهذا لاجل التعبير عن نصف نقطة -demi point ، 1USD=6.02455FRF، point

ثالثاً- المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي:

هناك عدة متعاملون في سوق الصرف، منها ما يلي:

- **البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة:** تعتبر البنوك من أهم المتدخلين في السوق لحسابها أو حساب زبائنها وهذا عن طريق وكلائها المختصين في الصرف (الصيارفة Les cambiste)⁴ الذين يتحنون فرص التحكيم أو المراجعة للاستفادة من فروقات أسعار الصرف و أسعار الفائدة بين مكانين أو اكثر أو بأخذ مواقع صرف Position de change تسمح لهم بشراء عملات بأسعار تقل عن أسعار التي يبيعونها بها محققين بذلك الربح

¹ - Albert Ondo Ossa, op.cit, p 48.

² - تحسب بالنسبة 200% لان كل معاملة صرف تتم مقابل عملتين.

³ - Enquête triennale de la BRI, décembre 2010

⁴ - محمود يونس، اقتصاديات دولية الدار الجامعة، مصر، 2007، ص 112.

- **سماسرة الصرف les courtiers de change** : يلعب سماسرة الصرف كمحترفين مستقلين دور الموفق بين الصيارفة .حيث يقومون بإعلام مر اسليهم بأحسن العروض والطلبات .

كما يوفران عامل الربط بين المؤسسات التي تتم بينها المعاملات .

ويتصف عمل سماسرة الصرف بالتحفظ حول التوجهات الملاحظة وهو يساعد (على المستوى المحلي والدولي) على ضبط Régularisation السوق، تعتبر بيوت(قاعات) السمسرة جد مهمة في إنجلترا و نيويورك و لندن حيث جزء كبير من العمليات يقوم به الوسطاء المستقلين Brokers الذين يعملون لصالح البنوك ،حيث أن في ساحة باريس هناك اكثر من 20 سمسار يكافئون عن طريق عمولة سمسرة.

- **البنوك المركزية** : يختلف تدخل البنوك المركزية باختلاف الأهداف المرجوة من وراء ذلك ،فقد تتدخل مثلا لمساندة العملة المحلية سواء ببيع العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية تجنباً لارتفاع زائد في سعرها أو لشراء العملات الأجنبية مقابلها تجنباً لانخفاض قيمتها ،أو لتنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة .

اما الأشخاص العاديون الذين يجرون يوميا عمليات تبادل هائلة بين العملات لتمويل رحلاتهم، أو التأمين للحصول على مرتباتهم أو تقاعدهم... فلا يمكن لهم الولوج الى سوق الصرف الا من خلال البنوك او المؤسسات المالية الاخرى.¹

وفي الواقع فان الاحصائيات الاخيرة لبنك التسويات الدولية تبين حصة المتعاملين كانت على النحو التالي بالنسبة للبنوك تستحوذ على حصة 39 سنة 2010 بعدما كانت سنة 2007 تستحوذ على حصة 63، اما المؤسسات الغير مالية فقد كانت حصتها 13 بالمئة، اما بالنسبة للمستثمرين(صناديق المضاربة، صناديق المعاشات، شركات التأمين...) فتستحوذ على 48 بالمئة سنة 2010 بعدما كانت لا تتعدى 20 بالمئة سنة 2007.

رابعا- وظائف وأنواع سوق الصرف.

هناك العديد من الوظائف والأنواع لسوق الصرف الأجنبي وهي:

¹-السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق ، ص 119.

1: وظائف سوق الصرف.

إن وظيفة سوق الصرف الأجنبي لا تقتصر على مجرد تحديد أسعار الصرف دائماً وإنما تشمل وظائف أخرى هامة تتمثل في:¹

-**تسوية المدفوعات الدولية:** تتم بواسطة سوق الصرف تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية والسلع وخدمات بإضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف صورها.

-**التحكيم وموازنة:** هو عملية الشراء للعملة في مكان تكون فيه رخيصة الثمن وبيعها في مكان آخر يكون فيه سعرها أعلى بهدف تحقيق الربح.

-**التغطية:** يقصد بها تجنب الخسارة التي يتعرض لها المتعاملون المترتبة على تقلبات أسعار الصرف العاجلة للمتعامل في أسواق الصرف الأجنبية.

2: أنواع سوق الصرف:

عادة ما يتم التفرقة في سوق الصرف بين نوعين هما أسواق الصرف الفورية والآجلة

أ- أسواق الصرف الفورية Spot Exchange rate markets :

هي السوق التي يتم فيها التعامل على أساس أسعار الصرف الفورية أو الحاضرة ، حيث تتم العمليات الصرف في الاتفاق على شراء أو بيع الصرف الأجنبي عند سعر محدد و التسليم المباشر ، أي خلال اجل لا يتعدى 48 ساعة من تاريخ الاتفاق أو ما يعرف (J+2) deux jours ouvriers ; two waking days، أن يتم تسليم الصرف الأجنبي المشتري والمباع في الحال، والسعر العاجل هو سعر الصرف الأجنبي لتلك المعاملات العاجلة، وعادة ما يتم شراء العملات الأجنبية في السوق الحاضرة لتمويل عمليات الاستيراد، شراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات العقارات إلخ.²

ب - أسواق الصرف الآجلة forward Exchange rate markets

تخضع عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية في السوق الآجلة إذا تم الاتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومين عمل في تاريخ لاحق. ولهذا يمكن اعتبار أسعار الصرف الآجلة على أنها إتفاق على

¹-عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، مرجع سابق، ص 38

²- لعلو موسى بخاري، مرجع سابق، ص 122.

مبادلة عملة ما بأخرى في المستقبل حيث يتم تحديد سعر التبادل وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد.¹

هناك ثلاث أنواع من المعاملات التي تتم في هذه الأسواق وهي على التوالي:

- **المضاربة** : حيث إذا حدث وتوقع المتعاملون في سوق الصرف الآجلة أن سعر إحدى العملات سيرتفع في المستقبل، فانهم ستوجهون إلى شراء اكبر كمية من العملة وبيعها فيما بعد عندما يكون سعرها قد ارتفع للاستفادة من فرق السعرين والعكس صحيح إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض قيمة العملة في المستقبل، وفي كلتا الحالتين فالمضارب يتخذ في سوق الصرف الأجنبي موقعا مفتوحا open position بالنسبة للعملة التي يضارب عليها في المستقبل ولهذه العملية أعباء منها: عبء سعر الفائدة الذي كان المضارب في الحالة الأولى (ارتفاع قيمة العملة) الحصول عليها لو انه احتفظ بأمواله بعملته الأصلية في أحد البنوك أو الفائدة التي سيضطر المضارب في الحالة الثانية (انخفاض قيمة العملة) دفعها إلى البنك نظير الاقتراض منه.

ملاحظة: يطلق على المضارب الذي يتخذ لنفسه موقعا أو موقفا متفائلا عن توقعات السوق بالنسبة للمستقبل سعر الصرف عملة معينة انه مضارب على الصعود (الثور) Bull، أما الذي يتخذ موقفا تشاؤميا يطلق عليه مضارب على الهبوط (الدب) Bear .

- **التحكيم أو المراجعة: Arbitrage** وهي العمليات التي تهدف إلى تحقيق ربح للاستفادة من الفارق السعري في سعر صرف عملة معينة (Spread)

بين سوقين أو أكثر في وقت واحد عن طريق شراء العملة في السوق المنخفضة السعر وبيعها في السوق المرتفعة السعر .

وهناك نوعان من المراجعة:

المراجعة الثنائية: تحدث في مركزين ماليين في نفس الوقت مثلا:

Cotation USD/CAD

	Banque A	Banque B
Cours acheteur	1,4900	1,4915
Cours vendeur	1,4910	1,4918

¹-عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 113.

المراجح الذي يملك 10 ملايين دولار كندي يمكنه:

شراء الدولارات مقابل الدولار الكندي من البنك A .

$$\frac{10000000}{1,4910} = 6706908 \text{ USD}$$

بيع الدولارات الامريكية مقابل الدولارات الكندية من البنك B

$$: \quad 6706908 * 1,4915 = 10003353 \text{ CAD}$$

المتعامل يحقق ربح صاف يساوي: 3 353 CAD

المراجعة المتعددة: والتي تحدث في اكثر من مركز مالي في نفس الوقت مثلا:

	Cours acheteur	Cours vendeur
Banque A		
USD/CAD	1,495 00	1,496 50
USD/EUR	0,887 70	0,888 06
Banque B		
CAD/EUR	0,588 51	0,588 74

سعر التقاطع للمشتري **CAD/EUR** للبنك A:

نشترى الدولار الكندي ونبيع الدولار الامريكي بسعر

$$1 \text{ USD} = 1,496 50 \text{ CAD}$$

نبيع الاورو نشترى الدولار الامريكي بـ:

$$: \quad 1 \text{ USD} = 0,887 70 \text{ EUR}$$

$$\rightarrow 1,496 50 \text{ CAD} = 0,887 70 \text{ EUR} \quad \rightarrow 1 \text{ CAD} = 0,887 70 / 1,496 50 = 0,593 18 \text{ EUR}$$

بنفس الطريقة سعر التقاطع للبائع **CAD/EUR** يعطى كما يلي:

$$1 \text{ CAD} = 0,88806 / 1,49500 = 0,59402 \text{ EUR}$$

نلاحظ ان سعر التقاطع للمشتري للبنك A اكبر من سعر التقاطع للبنك B ، اذن يجب شراء CAD من

البنك B لأجل اعادة بيعها في البنك A من خلال استعمال الدولار الامريكي كعملة مرور

شراء الدولار الكندي مقابل الاورو (10 000 000 EUR) من البنك B ونحصل:

$$\frac{10\ 000\ 000}{0,588\ 74} = 16\ 985\ 426 \text{ CAD}$$

(1) بيع الدولارات الكندية مقابل الدولار الامريكي في البنك A (1 USD = 1,49650 CAD) ونحصل

$$\frac{16\,985\,426}{1,496\,50} = 11\,350\,101 \text{ USD}$$

(2) بيع الدولار الامريكي مقابل الاورو في البنك A ونحصل

$$11\,350\,101 * 0,88770 = 10\,075\,485 \text{ EUR}$$

ربح المتعامل هو: 75 485 EUR

وهي تختلف مع المضاربة في ثلاث أشياء:

- الوقت: المراجيح يحاول الاستفادة من الاختلاف القائم في أسعار العملات في وقت واحد أما المضارب فيحصر نشاطه في سوق واحد ولكن مع اختلاف الوقت بين السوق الحاضرة والآجلة
- درجة التأكد: المراجيح يقوم بعمليات البيع والشراء على أساس سعر معطن ومحدد في أسواق الصرف المختلفة أما المضارب فيتوقع اتجاهها معيناً لأسعار الصرف ويأمل تحقيق توقعاته في هذا المجال
- تعدد الأسواق: المراجحة التعامل يكون مع عدة أسواق أما المضاربة فتتم في سوق واحد.

حساب السعر الاجل:

تهدف العمليات في سوق الصرف إلى الحماية من خطر الصرف أو تغطية أوامر الزبائن بالقيام بتوظيفات للخرينة وعموما ما تسعر العملات في هذا السوق لاجل شهر أو ثلاث أو ستة اشهر أو سنة وهي مقابلة لآجال الاعتمادات الممنوحة للزبائن، ومن خصائص هذه الأسعار أنها لا تكون محل

تسعيرة رسمية ولكنها تسعر بدلالة العلاوة والخصم DEPORT,REPORT

++ إذا كان السعر الآجل اكبر من السعر الفوري نتكلم عن علاوة

++ إذا كان السعر الآجل اقل من السعر الفوري نتكلم عن خصم

++ إذا كان السعران متساويان نتكلم عن تعادل.

مثال: اذا كانت التسعيرة EUR/USD لمدة شهر تمثل علاوة بـ 0.0023 عند الشراء وعلاوة بـ 0.0025 عند البيع، سنحصل على سعر الشراء والبيع لشهر اذا كان السعر الفوري

EUR/USD = 1,0237 - 1,0242 كما يلي:

Cours acheteur de l'EUR à un mois : $1,0237 + 0,0023 = 1,0260$

Cours vendeur de l'EUR à un mois : $1,0242 + 0,0025 = 1,0267$

ويمكن التعبير عن نسبة العلاوة أو الخصم من خلال العبارة التالية:

$$\frac{\text{Cours à terme} - \text{cours au comptant}}{\text{cours au comptant}} * \frac{12}{N} * 100$$

إذا كانت النتيجة سالبة فإننا نحصل على نسبة خصم سنوية ، أما إذا كانت موجبة فنتكلم عن نسبة علاوة سنوية

مثال:

EUR/USD(cours acheteur) au comptant : 1,0237

السعر الفوري

à 1 mois : 1,0260

السعر الاجل

Le taux de report annualisé est : $\frac{1,0260 - 1,0237}{1,0237} * \frac{12}{1} = 0,0270$

Soit 2,70 %

نقول ان الاورو في حالة علاوة مقابل الدولار ، كما يمكن القول ان الدولار في حالة خصم بالنسبة للاورو ويمكن حساب السعر الاجل للمشتري والبائع بالعبارة التالية:

$$F = S \times \frac{1 + (I \times (N / 360))}{1 + (I \times (N / 360))}$$

خامسا: تعريف سعر الصرف

يعرف سعر الصرف عادة بأنه سعر العملات الأجنبية مقوما بوحدة من العملة المحلية أي عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

يعرف سعر الصرف: " هو السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بعملة أجنبية".¹ ويمكن تعريفه بأنه " عدد الوحدات من العملة الأجنبية، أو هو عدد وحدات العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية".²

وفي الأخير يمكن القول بأن الصرف هو تقنية أو عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها، ومن ثم مهما اختلفت المفاهيم وتعددت فإن سعر الصرف يعرف بأنه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى حيث هناك طريقتين للتسعير هما التسعير المباشر والتسعير غير مباشر.

- **التسعير المباشر: اليقين Certain** : هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية مثلا $1 \text{ DZD} = 0.0123 \text{ USD}$

- **التسعير غير مباشر: الغير يقين Uncertain** : يعبر عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.³ مثلا $1 \text{ USD} = 90 \text{ DZD}$

ويقصد بعملية الصرف عملية شراء وبيع الوسائل التي يمكن بموجبها تسوية المدفوعات في بلد آخر كالنقود الأجنبية، ويتم التعامل بالصرف على أساس سعر معين هو سعر الصرف ويمكن القول أن سعر الصرف بالنسبة لعملة دولة ما هو عدد الوحدات من العملات الأجنبية التي تعادل الوحدة الواحدة من العملة الوطنية وهذا ما يسمى **بالتسعيرة المؤكدة** كما يمكن تعريف سعر الصرف بأنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تعادل الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية، وهذا ما يسمى **بالتسعيرة غير المؤكدة** ، وعلى الرغم على انه لا يوجد فرق بين التعريفين إلا أن معظم الاقتصاديون يفضلون التعريف الثاني لأن العملات الأجنبية، كما لو أنها سلع يحدد سعرها بوحدات من النقد الوطني، ومن جهة أخرى يمكن تمييز بين نوعين من أساليب الصرف هما الصرف اليدوي المباشر، والصرف المحسوب -الغير المباشر- فبالنسبة للصرف اليدوي تتم عملية المبادلات فيما بين الوحدات من النقد الوطني لقاء وحدات من النقد

¹ - فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الطبعة الأولى مؤسسة الوراق للنشر الأردن، 2010، ص 56.

² - سامي حاتم عفيفي، دراسات في الاقتصاد الدولي، الطبعة الخامسة، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2000، ص 161.

³ - طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2001، ص 95.

الأجنبي يدا بيد بين الصراف والمشتري، أما الصرف المحسوب فتتم عملية المبادلة فيه على أوراق محسوبة على الخارج والحوالات المصرفية بأنواعها المختلفة والأوراق المالية المقومة بالعملة الصعبة⁽¹⁾.
والملاحظ أن الصرف اليدوي نسبة استعماله ضئيلة إذا ما قورنت بالصرف المحسوب.

ملاحظة:

عملة المبادلة وعملة السعر : غالبا ما تكون عملة المبادلة الدولار

USD/EUR= 1.1005 نقول ان الاورو عملة السعر والدولار عملة المبادلة

سعر الشراء وسعر البيع : يتم تسعير زوج من العملات دائما عن طريق سعرين (مقرض ومقترض) او (مشتري وبائع) على النحو التالي: USD/EUR=1.5040-1.5050 حيث يكون سعر المشتري (ask) اقل من سعر البيع (offer).

سعر التقاطع:

عملية استخراج تسعيرة جديدة انطلاقا من تسعيرتين سابقتين عبر عملة مرور

مثلا:

$$1 \text{ USD} = 0,9552 \text{ EUR}$$

$$1 \text{ USD} = 1,3425 \text{ CHF}$$

سعر الفرنك السويسري مقابل الاورو يستخرج كما يلي:

$$1,3425 \text{ CHF} = 0,9552 \text{ EUR} \quad \implies \quad 1 \text{ CHF} = 0,9552 / 1,3425 = 0,7115 \text{ EUR}$$

حيث ان المجالات المالية تنشر يوميا الاسعار التقاطعية لاهم العملات الدولية مثلا²:

¹ - شمعون خليل شمعون، بورصة الأطلس للنشر، الجزائر، 1991، ص 139.

² مستخرج من الموقع www.boursorama.com

Devises									
Cours croisés Cours / USD Données par devise Taux d'intérêt									
COURS CROISES AU COMPTANT									
Devises	FRF	EURO	USD	JPY (100)	DEM	GBP	CHF	ESP (100)	ITL (100)
France (FRF)		6.55957	<u>6.5133</u>	5.4151	3.35385	<u>10.290</u>	<u>4.4737</u>	3.94238	0.338774
EURO (EUR)	0.15245		0.9928	0.8243	0.51129	1.5679	0.6821	0.601012	0.0516457
E. U. (USD)	0.1513	<u>1.0073</u>		0.8304	0.5146	<u>1.5792</u>	0.6874	0.6054	0.0520
Japon (JPY)	<u>18.467</u>	<u>121.32</u>	<u>120.43</u>		<u>61.930</u>	<u>190.19</u> <u>82.770</u>	72.796	6.2559	
Allemagne (DEM)	0.29816	1.95583	<u>1.9432</u>	1.6147		<u>3.0680</u>	1.3341	1.17548	0.1010
GB (GBP)	0.0972	<u>0.6378</u>	0.6332	0.5258	<u>3.0675</u>		0.4352	0.3827	0.0329
Suisse (CHF)	0.2235	<u>1.4660</u>	<u>1.4548</u>	1.2082	0.7496	<u>2.2976</u>		0.8812	0.0757
Espagne (ESP)	25.3654	166.386	165.18	<u>137.37</u>	85.0718	<u>261.33</u>	<u>113.48</u>		8.59312
Italie (ITL)	295.182	1936.27	1922.2	<u>15.985</u>	989.999	<u>3037.1</u>	<u>1320.7</u>	1163.72	

Ex: 1 EUR = 1.0073 USD

سادسا- أهمية سعر الصرف وانواعه

1- أهمية سعر الصرف

يمارس سعر الصرف دوراً فاعلاً ومؤثراً في برامج الاستقرار الاقتصادي والتصحيح الهيكلي ، وذلك إذا ما كانت سياسة سعر الصرف المتبعة ، جزءاً متناغماً ومتسقاً مع استراتيجية السياسة الاقتصادية الكلية المتمثلة في تحقيق الأهداف الاقتصادية المنشودة في الأجلين القصير والطويل . وتبرز أهمية سعر الصرف من خلال مساهمته في تحقيق هذه الاهداف الاقتصادية الكلية المتمثلة بالتوازنين الداخلي والخارجي . ويتمثل التوازن الداخلي بتحقيق الاستقرار في الاسعار ، وقدر معين من النمو الاقتصادي والاستخدام الكامل ، أما التوازن الخارجي فيقصد به توازن ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي أي التوازن بين المدفوعات والاستلامات الخارجيتين التلقائيتين⁽¹⁾. اذ تنعكس مشكلة ميزان المدفوعات أساساً في انعدام التساوي بين عرض العملات المختلفة والطلب عليها لأغراض مختلفة فقرات التعامل الدولي⁽²⁾ . كما تبرز أهمية سعر الصرف كونه سعراً متميزاً ومختلفاً عن باقي الأسعار من خلال ما يأتي⁽³⁾.

¹ Joun J . Klein , Money and the Economy forth Edi tion , Newyork Harcourt brace jovaonovich , Inc , 1978 , p.502 .

² - عيد المنعم السيد علي ، اقتصادات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والاشتراكية والاقطار النامية مع اشارة خاصة للعراق ، الجزء الثاني ، مطبعة جامعة الموصل ، 1984، ص 72 .

³ - علي توفيق الصادق ، سياسات وادارة اسعار الصرف في البلدان العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل ، العدد الثالث ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، سبتمبر 1997 ، ص 16.

- ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي

يعد سعر الصرف أداة لربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي ومن خلال ثلاث أسواق (سوق السلع والخدمات ، وسوق الأصول - المالية وغير المالية - وسوق العمل) وعلى المستويين الكلي والجزئي .

- تخصيص الموارد ودعم القدرة التنافسية الدولية

يؤدي سعر الصرف الحقيقي إلى تحويل الموارد أو جذبها إلى قطاع السلع الدولية بحيث تصبح العديد من السلع قابلاً للتصدير وتنخفض أعداد السلع التي يتم استيرادها إذ يؤدي انخفاض سعر الصرف الحقيقي إلى زيادة استخدام عاملي الانتاج (العمل ورأس المال) في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد . ويحدث العكس في حالة ارتفاع سعر الصرف الحقيقي إذ تنخفض القدرة التنافسية وتستخدم الموارد بشكل أساسي في انتاج سلع غير متداولة دولياً ويزداد الاستيراد ويصبح الانتاج من اجل التصدير غير مربح .

- توزيع الدخل :

يقوم سعر الصرف بتوزيع الدخل بين القطاعات المحلية . فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (سواء أكان قطاع الزراعة أم التعدين) نتيجة لانخفاض سعر الصرف الحقيقي فإن الصادرات تصبح مربحة وتزداد أرباح أصحاب رؤوس الاموال في الوقت الذي تنخفض فيه القوة الشرائية للعمال .

ويحدث العكس عند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية ، إذ ترتفع القوة الشرائية للعمال في حين تنخفض ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية كما يقوم سعر الصرف بدعم الاقتصاد الوطني من خلال وظائفه التي يمارسها في الاقتصاد الوطني وهي (الوظيفة القياسية و الوظيفة التطويرية والوظيفة التوزيعية)⁽¹⁾ .

¹- أمين رشيد كنونة ، الاقتصاد الدولي ، مرجع سابق ، ص204 .

2: أنواع سعر الصرف.

في الواقع العملي لا يمكن أن تحدد العلاقة بين عملة دولة معينة وعمولات أخرى من خلال التسعيرات اليومية المعلن عنها في فترة معينة وإنما تدخل اعتبارات أخرى تكسب سعر الصرف صيغا عديدة.

ا: سعر الصرف الاسمي.

هو عبارة عن سعر العملة الوطنية مقابل عملة أخرى بصرف النظر عن ما يمثله هذا السعر من قوة ثرائية ومن سلبيات هذا السعر أنه لا يؤخذ بعين الاعتبار.

ب: سعر الصرف الحقيقي.

يعتبر مؤشر مرجعي يجمع بين تقلبات سعر الصرف الاسمي، وتباين معدلات التضخم، حيث يأخذ بعين الاعتبار لتقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية ومستوى الأسعار المحلية ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

سعر الصرف الاسمي x مؤشر الأسعار المحلية = سعر الصرف الحقيقي

= مؤشر الأسعار الأجنبية

إن سعر الصرف الحقيقي يعبر عن مدى تغير القوة الشرائية المرجعية للعملة نسبة إلى فترة تسمح بقياس تأثير الأسعار على ميزان المدفوعات ومعرفة القدرة التنافسية للدولة⁽¹⁾.

ج: سعر الصرف الفعلي.

يعرف سعر الصرف الفعلي أنه عدد الوحدات من العملة المحلية فعليا أو مقبولة لقاء معاملة دولية، قيمتها وحدة واحدة متضمنة في ذلك التعريف الجمركية والرسوم والإعانات المالية... الخ، كما يعرفه بعض الاقتصاديين، بأنه عبارة عن متوسط سعر العملة المحلية بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأجنبية، وترجع كل عملة على أساس وزنها، وأهميتها في التجارة الخارجية، فهو بالتالي فكرة أكثر صحة قيمة عملات أهم المتعاملين التجاريين.

¹ - محمد خليل يرغي وعلي حافظ، مرجع سابق ص 140.

فقد يرتفع الدولار الكندي مقارنة بالمارك الدنمركي وتتحفض قيمة الفرنك الفرنسي ويبقى ثابت بالنسبة للين الياباني، فسعر الصرف الحقيقي في هذه الحالة يقيس متوسط التغيرات التي تحدث في قيمة الدولار الكندي، ويدخل عاملان مهمان في تحديد ' الصرف الفعلي هما:

- عدد العملات الأجنبية الممثلة لسلة العملات - عادة ما تستخدم 20 إلى 25 عملة رئيسية-.

- الأوزان النسبية المحطة لكل عملة أجنبية على أساس أهمية العملات الأجنبية للأطراف المتبادلة.

د: سعر الصرف الفعلي الحقيقي -التوازني-.

سعر الصرف التوازني هو ذلك السعر الذي يوافق بين الكميات المطلوبة والمعروضة من الصرف الأجنبي، فسعر الصرف هو ذلك الذي يؤدي من خلال فترة من الزمن إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

سابعاً: محددات والعوامل المؤثرة في اسعار الصرف :

1- محددات اسعار الصرف

تتقلب أسعار الصرف الفورية تبعاً لجملة من العوامل نذكر منها:

المبادلات التجارية: يتأثر سعر الصرف بقوى العرض و الطلب على العملة المشتقة من طلب وعرض السلع والخدمات .وينبع هذا التأثير من العلاقة بين هذه القوى (حسب ما إذا كانت متوازنة أم لا)

حركات رؤوس الأموال غير المضاربة: وهي الحركات التي لا تكون المضاربة محركاً لها كالاستثمار الأجنبي مثلاً و تؤدي هذه الحركات إلى التأثير على سعر الصرف من خلال تأثيرها في عرض و طلب العملات (فدخول رؤوس الأموال إلى البلد مثلاً المحلي يعني زيادة الطلب على العملة المحلية وبالمقابل زيادة عرض العملة الأجنبية)

المضاربة : يتأثر سعر الصرف بسلوك المضاربين الذي يغير في عرض و طلب العملات ويتبين لنا ذلك من خلال المثال الموالي: إذا توقع المضارب ارتفاع السعر الفوري للعملة في ثلاث اشهر فان ذلك يدفعه إلى شراء العملة في السوق الحاضرة والاحتفاظ بها لبيعها بعد ثلاث اشهر محققاً الربح الناتج عن فرق الأسعار، إن صحت توقعاته وإلا فانه سوف يتعرض للخسارة أما إذا توقع المضارب انخفاض السعر

الحاضر بعد ثلاث اشهر فان ذلك يدفعه إلى بيع العملة الأجنبية الآن وشراءها فيما بعد أو إلى إقراضها لثلاث اشهر وبيعها عند السعر الحاضر ليعيد شراءها من جديد لدفع قرضه عند السعر الحاضر الجديد .

الفروقات بين معدلات التضخم الأجنبية: يرتبط تطور اسعار صرف عملة بلد ما مع أهم عملاته التجاريين في المدى الطويل بالفرق بين معدلات التضخم الوطنية، وهو ما تلح عليه نظرية تعادل القوى الشرائية وعلى العموم فان هذا العامل يوحي بأهمية استقرار الأسعار بالنسبة لقيمة العملة الداخلية والخارجية .

الفروقات بين معدلات الفائدة الدولية: تتأثر أسعار الصرف بحركات رؤوس الأموال المحفزة بالفروقات بين معدلات الفائدة، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة الوطنية مقارنة بنظيرتها الأجنبية يؤدي إلى تحسن القيمة الخارجية للعملة المحلية، بارتفاع الطلب على عناصر الأصول بالعملة المحلية على النحو التالي :

- أولاً سيتسم سلوك المقيمين بنقص الطلب على توظيف مواردهم في البلدان الأجنبية.
- وثانياً ستصبح الأصول المحلية ذات المردود الأعلى أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، وبالتالي أكثر طلب، الأمر الذي يستدعي شراء العملة المحلية سواء لتوظيفها أو لتحقيق اقتناء الأصول الأخرى، مما يعمل على تحسن قيمة العملة المحلية (انخفاض سعر الصرف).

و هذا على خلاف الحالة التي تكون فيها أسعار الفائدة المحلية اقل من مثيلاتها الأجنبية حيث يحدث العكس تماماً لما ورد ذكره بتوجه مقيمين إلى عرض العملة المحلية لتوظيف مواردهم في الخارج، بالإضافة إلى نقص طلب الأجانب على العملة المحلية، مع الإشارة أن المستثمرين يأخذون في الحسبان تأثير معدلات التضخم على أسعار الفائدة و كذا توقعات أسعار الصرف على مردود توظيفاتهم .

2- العوامل المؤثرة في أسعار الصرف:

تتأثر أسعار الصرف باختلاف النظم التي تحددها، إضافة إلى اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسة، النقدية والمالية، هذا التأثير قد يكون مباشراً اذا كان سعر الصرف معوم بحرية أو معوم مدار، وقد يكون غير مباشر اذا كان نظام الصرف ثابت (في الأمد الطويل) . وعليه فان تلك العوامل هي في الحقيقة هي المحددة للعرض والطلب على العملات الأجنبية في أسواق الصرف

الأجنبي فكل ما من شأنه ان يؤدي الى انتقال منحى الطلب على العملة من جهة اليمين او انتقال منحى العرض نحو اليسار سوف يتسبب في ارتفاع سعر الصرف، كما من شأنه ان ينقل منحى الطلب إلى اليسار او العرض نحو اليمين سوف يتسبب في انخفاض سعر الصرف، الا ان تلك العوامل قد يستمر تأثيرها لمدة طويلة والبعض الآخر قد يكون بصورة عرضية ومؤقتة، ويمكن إيجاز أهم تلك العوامل فيما يلي :

- أن حدوث عجز أو فائض في حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات يخفض أو يرفع الطلب على العملة، الأمر الذي يخفض او يرفع سعر صرف عملتها، إضافة إلى أن تدفق و خروج رؤوس الأموال الخاص بحساب راس المال سيؤثر على سعر الصرف، حيث أن دخول رؤوس الأموال يؤدي الى ارتفاع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها والعكس في حالة خروج الأموال.
- كما تتأثر أسعار الصرف من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف كبائع أو مشتري لدعم قيمة العملة أو خفضها
- كما يتأثر سعر الصرف بوجود التضخم او الكساد التضخمي حيث عدم لجوء الدولة لإجراءات نقدية او مالية يتطلب الإصلاح بتخفيض قيمة العملة والعكس أما الكساد التضخمي فيجب اللجوء إلى التخفيض لجعل المنتجات رخيصة لدى الأجانب ورفع قدرتها التنافسية.
- ان الاستثمار في الأصول المالية القصيرة الأجل والتي تمنح معدلات مرتفعة من الفائدة للمستثمرين بها، حيث تغير معدلات الفائدة على العملات المختلفة يؤدي الى انسحاب رؤوس الأموال الدولية بسرعة من الموجودات والأصول الأجنبية ذات الفائدة المنخفضة الى تلك التي لها معدلات فائدة مرتفعة وبالتالي انخفاض أسعار صرف العملات ذات الفائدة المنخفضة، كما تعتبر المضاربة على العملات من أهم العوامل المؤثرة، حيث إذا توقع المضاربين على العملات المختلفة ارتفاعا في سعر صرف عملة ما فهذا يحفزهم على شراءها والتخلص من باقي العملات التي يتوقع انخفاض سعر صرفها¹.

¹ - اسامة بشير الدباغ، ائيل عبد الجبار الجومرد، مقدمة في الاقتصاد الكلي دار المناهج الأردن 2003 ص509-510

ثامنا: النظريات المحددة لسعر الصرف

هناك عدة نظريات حاولت تفسير اسعار صرف العملات نذكر منها:

1- نظرية تعادل - تكافؤ - القوة الشرائية⁽¹⁾ . The purchsing power parity Theory (ppp)

ظهرت هذه النظرية إلى الوجود بشكلها المعروف على يد الاقتصادي السويدي كوستاف كاسل . الذي عرض أسسها تفصيلاً في كتابه (النقود والصرف الأجنبي) بعد عام 1914 .

وتبين هذه النظرية ان سعر الصرف بين العملات الوطنية المختلفة هو انعكاس لتعادل القوة الشرائية فيما بينها ، وتعادل القوة الشرائية مشتق من مقارنة مستويات الأسعار النسبية للسلع والخدمات بين الدول.

كما ترى نظرية تعادل القوة الشرائية ان هنالك مستوى تدور حوله تقلبات أسعار العملات فيحل محل (دخول الذهب وخروجه) ويتوقف هذا المستوى فما بين عملة وأخرى على العلاقة بين القوة الشرائية لكل منهما داخل بلدها الأصلي ، ويطلق على هذا المستوى (حد تعادل القوة الشرائية) . وبالتالي فإن سعر الصرف يتحدد من خلال النسبة بين مستوى الاسعار المحلية ومستوى الاسعار العالمية

من خلال هذه النظرية يمكن القول ان الاسعار الخاصة بعملتين نقديتين تتطور حسب قوتها الشرائية، حيث اذا انطلقنا من حالة توازن لأسعار الصرف الفورية فإن أي تباين لمعدلات التضخم بين بلدين يتعين ان يعوض في الاجل الطويل عن طريق تغيير اسعار الصرف بنفس الاهمية من خلال ان التوازن يتحقق كما يلي:

بافتراض ان معدل التضخم في البلد "ب" اقل من البلد أ فان البلد "أ" سيزيد من استيراداته من البلد "ب" لانخفاض الاسعار فيه، كذلك صادرات البلد "أ" ستتناقص وذلك لارتفاع الاسعار فيه، الامر الذي يؤدي الى حصول عجز في الميزان التجاري للبلد "أ" وهذا يجعل قيمة عملة البلد "أ" تنخفض بقيمة عملة البلد "ب" ويحدث توازن جديد.

فإذا فرضنا أن⁽¹⁾:

¹ - انظر المراجع التالية:

- محمود يونس، مقدمة في نظرية التجارة الدولية ، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت ، 1984 ، ص181-184 .

- Paul R.Krugman and Maurice Obstfeld , International Economics theory and policy , Fourth Edition , U.S.A , 1997 , P.4

- Maurice Levi , International Finance , 2nd Edition, Mc graw – Hill , Inc , U. S. A. , 1983, P. 265.

E : سعر الصرف.

P_d : مستوى الاسعار المحلية مقوماً بالعملة الوطنية .

P_f : مستوى الاسعار العالمية مقوماً بأحدى العملات العالمية .

ومن ثم فإنه يكون لدينا

$$E = \frac{P_d}{P_f} \dots\dots\dots 1$$

وبصورة اخرى

$$p_d = E * p_f \dots\dots\dots 2$$

وتوضح المعادلة رقم (2) ان سعر الصرف (E) المضروب بمستوى الاسعار العالمية (P_f) يتكافأ مع مستوى الاسعار المحلية (p_d) .

وكما هو معروف فإن قياس مستويات الاسعار يتم عن طريق استخدام فكرة الارقام القياسية وكما هو مبين في المعادة رقم (3) :

$$\frac{E_1}{E_0} = \frac{P_d}{P_f} \dots\dots\dots 3$$

حيث ان :

E_1 : سعر الصرف الجديد في الزمن (1).

E : سعر الصرف في الزمن (0) .

P_d : مؤشر الاسعار في البلد المحلي

P_f : مؤشر الاسعار في البلد الاجنبي

⁻¹ حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، القاهرة، 1998،

من خلال المعادلة رقم (3) يتضح إن ارتفاع الأسعار المحلية مقارنة بمستوى الأسعار العالمية يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف تلقائياً . وهذا ما يؤدي الى زيادة كل من الواردات والطلب على الصرف الأجنبي وانخفاض الصادرات وعرض الصرف الأجنبي والعكس صحيح .

وتفترض هذه النظرية عدم حدوث تحركات في رؤوس الأموال يعتد بها خلال المدة التي تحددت لتغيير سعر الصرف فيها ، كما إنها تفترض تساوي أسعار السلع في العالم نتيجة لسيادة مبدأ حرية التجارة الدولية، وكذلك تفترض عدم حدوث تغيرات هيكلية في الاقتصاد القومي (كالتغير في التكنولوجيا والموارد والادواق) التي تنعكس على تكاليف العرض والطلب أي (الإنتاج والاستهلاك).

مثال 1:

إذا كان السعر الفوري للدينار مقابل الدولار في جانفي من السنة "ن" كما يلي:

$$\text{USD/DZD} = 0.332$$

ويتوقع ان تحصل زيادة في المستوى العام للأسعار بنسبة 6 % في الجزائر و 2 % في الولايات المتحدة خلال السنة، السؤال المطروح كيف يكون سعر صرف الدينار مقابل الدولار في نهاية السنة حسب نظرية تعادل القوى الشرائية؟

انطلاقاً من المعادلة (3) السابقة نجد ان سعر الصرف المتوقع هو: $E_1 = 0.345$

وهذا ما يعادل زيادة في قيمة الدولار بنسبة 3.9 % ، اي مقارنة للتباين في معدلات التضخم البالغة 4 % والذي يمكن حسابه كمايلي:

$$\frac{E_1}{E_0} = \frac{0.345}{0.332} = 1.039$$

$$1.039 * 100 - 100 = 3.9$$

مثال 2:

إذا كان السعر الفوري للدينار مقابل الدولار في جانفي من السنة "ن" كما يلي:

$$\text{USD/DZD} = 1.4286$$

ويتوقع ان تحصل زيادة في المستوى العام للأسعار بنسبة 3 % في الجزائر و 5 % في الولايات المتحدة خلال السنة، كيف يكون سعر صرف الدينار مقابل الدولار في نهاية السنة حسب نظرية تعادل القوى الشرائية؟

انطلاقاً من المعادلة (3) السابقة نجد ان سعر الصرف المتوقع هو: $E_1 = 1.4014$

وهذا ما يعادل انخفاض في قيمة الدولار بنسبة 1.9 %، اي مقارنة للتباين في معدلات التضخم البالغة 2 %، والذي يمكن حسابه كمايلي:

$$\frac{E_1}{E_0} = \frac{1.4286}{1.4014} = 1.019$$

$$1.019 * 100 - 100 = 1.9$$

لقد اختبر العديد من الاقتصاديين هذه النظرية وقد تبين انها تتحقق بشكل افضل في المدى الطويل اكثر منه في المدى القصير ويؤخذ على هذه النظرية ما يأتي :

أ: أهملت هذه النظرية دور سعر الصرف في التأثير على هيكل الاسعار الداخلية ومستواها فكما ان الاسعار الداخلية تؤثر على اسعار العملات فإن الاخيرة تؤثر على الاسعار الداخلية⁽¹⁾.

ب: صعوبة تركيب أرقام قياسية تعبر عن القوة الشرائية تعبيراً دقيقاً ، فمعظم هذه الارقام تحتوي على كثير من السلع التي لا تدخل في نطاق التجارة الدولية ومن ثم لا يكون لأسعارها تأثير مباشر على سعر الصرف .

ج : أكدت هذه النظرية على أن العملات الأجنبية تطلب وتعرض بهدف تمويل استيراد وتصدير السلع والخدمات وتجعل من ثم التغيرات في سعر الصرف ترتبط بالميزان التجاري ، غير أن النقود الأجنبية تطلب وتعرض فضلاً عن ذلك لغرض القيام بالاستثمارات الدولية وبهذا أهملت النظرية اثر حركة رؤوس الأموال على مستويات سعر الصرف⁽²⁾.

¹ - أمين رشيد كنوننة ، الاقتصاد الدولي ، الطبعة الثانية المنفحة، مطبعة جامعة بغداد ، 1987 ، ص226 .

² - عبد المنعم السيد علي و د. هيل الجنابي ، العلاقات النقدية الدولية ، مصدر سابق ذكره ، ص108 .

آذ إن لحركة رؤوس الأموال (التي غالباً ما تكون بهدف المضاربة) تأثيراً مهماً على ارتفاع أسعار الصرف وانخفاضها .

د : صعوبة معرفة وتحديد المدة التي يكون فيها سعر الصرف متوازناً ، مما يعني استحالة النظر الى مدة معينة على انها مدة اساس يمكن بالاستناد اليها حساب التغيرات التي تحدث في سعر الصرف في المدد اللاحقة .

هـ : افتراض النظرية عدم وجود القيود على التجارة الدولية (حرية التجارة الدولية) الامر الذي يتنافى مع الواقع . لذا فقد اهملت النظرية أثر التعريف الجمركية المانعة التي تعمل على زيادة الاسعار المحلية للسلع المستوردة ومن ثم يتفاوت اثر التجارة الدولية على القوة الشرائية مما يؤدي الى تخفيض سعر الصرف اللازم لحدوث التوازن في ميزان المدفوعات⁽¹⁾.

و : اهمال دور التقدم التكنولوجي والتغير في اذواق المستهلكين الاجانب على سعر صرف العملة من خلال التأثير على صادرات البلد⁽²⁾.

ي : استبعاد درجة مرونة الصادرات والواردات اذ ان النظرية تقترض ان التغير في اسعار السلع سينتج عنه تغير بالنسبة نفسها والاتجاه نفسه في كل من العرض والطلب . في حين نجد ان بعض انواع الواردات تكون مرونتها ضعيفة او حتى معدومة تجاه التغير في اسعارها⁽³⁾.

و رغم هذه الانتقادات الموجهة الى النظرية لكنها وعلى الرغم من ذلك تعد مرشداً ودليلاً لتحديد سعر الصرف ومعرفة ما اذا كانت العملة مقومة تقوياً مغالى فيه من حيث الارتفاع او الانخفاض وكذلك برزت اهميتها في الظروف التي ينجم عنها تضخم سريع أو مفرط اذ لوحظ ان النظرية تصلح كدليل مناسب لتفسير تحركات اسعار الصرف وكذلك برزت النظرية خلال المدة التي انهار فيها نظام سعر الصرف الثابت، كما برزت في التنبؤ لما يحدث من تحركات في اسعار الصرف في الاجل الطويل الذي تطرأ خلاله تغيرات بنيوية وحقيقية⁽⁴⁾.

¹ - بومول و جاندرل ، علم الاقتصاد ، ترجمة سعيد السامرائي وصبحي جرجيس ، الجزء الثاني ، مؤسسة فرانكلين للطباعة والنشر ، نيويورك ، 1965 ، ص 207 .

² - أمين رشيد كنوننة ، مصدر سابق ، ص 226 .

³ - مروان عطون ، اسعار صرف العملات . ازمان العملات في العلاقات النقدية الدولية ، دار الهدى عين مليلة للطباعة والنشر ، الجزائر ، 1992 ، ص 82 .

⁴ - هجير عدنان زكي، دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، العدد الاول، السنة الثالثة، بغداد، 2001، ص 65.

2- نظرية تعادل معدلات الفائدة:

ترتكز هذه النظرية على اسعار الفائدة في تفسير التغيرات التي تحدث على مستوى القيمة الخارجية للعملة، بحيث ان اسعار الفائدة المطبقة في بلدين مختلفين يجب ان يعكس التغيرات في اسعار الصرف، ومنه يكون التباين في معدلات الفائدة في البلد يساوي معدل التدهور او التحسن في العملة المحلية مقابل الاجنبية.

حيث زيادة معدل الخصم في البلد من شأنه ان يؤدي الى ارتفاع معدل الفائدة، الامر الذي يزيد من تدفقات راس المال نحو البلد للاستثمار لان معدل العائد في البلد اكبر من الخارج، وهو ما سيؤدي الى زيادة الطلب الاجنبي على العملة المحلية، وبالتالي سيرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس لما ينخفض سعر الخصم اين ينتج في الاخير انخفاض سعر صرف عملة البلد.

وبموجب هذه النظرية فان المستثمر لا يمكنه الحصول من خلال توظيف امواله بالخارج في بلد فيه معدل فائدة اكثر ارتفاعا من سوقه المحلي على معدل عائد اعلى من ذلك المعدل الذي سيحصل عليه في سوقه المحلي وذلك لان اختلاف معدلات الفائدة يجب ان تعوض عن طريق الفرق بين السعر الفوري والسعر الاجل.

ويمكن ان تكون العمليات كالتالي المستثمر يمكن له ان يوظف امواله في سوقه الخاص لمدة سنة مثلا والحصول في نهاية التوظيف على مبلغ $M(1 + I_d)$ هذا المبلغ يجب ان يكون مساويا حسب هذه النظرية الى المبلغ الذي سيحصل عليه من خلال تحويل امواله في البداية الى عملة اجنبية بالسعر الفوري ، ومن تم توظيف المبلغ المحصل عليه في السوق الاجنبية بمعدل فائدة I_f ، وفي النهاية يبيع بالسعر الاجل ناتج التوظيف، ويحصل على مبلغ بالعملة المحلية بالمعادلات نجد:

$$M(1 + I_d) = \frac{M}{S} (1 + I_f) F \dots\dots\dots 1$$

$$\frac{F}{S} = \frac{1 + I_d}{1 + I_f} \dots\dots\dots 2$$

ويمكن كتابة المعادلة السابقة من خلال طرح (1) من الطرفين كما يلي:

$$\frac{F}{S} - 1 = \frac{1 + I_d}{1 + I_f} - 1 \dots\dots\dots 3$$

ويمكن كتابتها ايضا:

$$\frac{F - S}{S} = \frac{I_d - I_f}{1 + I_f} \dots\dots 4$$

وإذا اعتبرنا المقدار I_f صغير جدا يمكن كتابة المعادلة بشكل اخر:

$$\frac{F - S}{S} = I_d - I_f \dots\dots 5$$

يمكن القول سعر العلاوة او الخصم (سعر التسليم والاستلام المؤجل) يجب ان يكون تقريبا مساويا الى الفرق في معدلات الفائدة بين عملتين.

تساعد نظرية تعادل معدلات الفائدة في عملية ربط الاسواق النقدية المحلية مع اسواق الصرف الاجنبية، كما لوحظ من خلال التجارب انه من الصعوبة الحصول على معطيات متطابقة من نفس الفترة الزمنية للدول، كذلك فإن ارتفاع الفروقات بين العلاوة والخصم والتباين في معدلات الفائدة في ظل وجود ترجيحات معدلات الفائدة سيقود الاسعار الى التوازن في سوق الصرف.

نظرية اثر فيشر الدولي:

يرى فيشر ان معدل الفائدة الاسمي في كل بلد يساوي معدل الفائدة الحقيقي مضافا اليه معدل التضخم الاقتصادي المتوقع، حيث ان معدلات الفائدة الحقيقية في مختلف البلدان يجب ان تتجه نحو المساواة في حين معدلات الفائدة الاسمية يجب ان تختلف تبعا لمعدلات التضخم المتوقع، أي انه يرى ان البلد الذي يكون فيه معدل الفائدة اكثر ارتفاعا يواجه تسجيل معدل تضخم اقتصادي اكثر ارتفاعا والعكس صحيح.

هذه العلاقة لفischer طالعت المجال الدولي من اجل التنبؤ بأسعار الصرف، حيث يرى ان سعر الصرف الفوري يجب ان يختلف بنسبة معينة معادلة الى التباين في معدلات الفائدة ولكن باتجاه معاكس، بعبارة اخرى يجب ان يعكس التباين في معدل الفائدة بين بلدين معدل الانخفاض او الزيادة المتوقعة لعملة اجنبية مقابل العملة المحلية، مثلا اذا كان معدل الفائدة على الدينار 5% ومعدل الفائدة على الدولار هو 3.5%، فان ذلك يعني حسب هذه النظرية ان قيمة الدينار يجب ان تنخفض بنسبة 1.5% عن قيمة الدولار.

تستند هذه النظرية على عدم وجود قيود على حركة رؤوس الاموال وبالتالي فان معدل فائدة اكثر ارتفاعا في بلد ما يجب ان يفوق (في الة توقع عدم انخفاض هذه القيمة) الى زيادة تدفقات رؤوس الاموال تجاه هذا البلد، وهذا التدفق يتعين ان يستمر حتى يتحقق التعادل بين معدلات الفائدة.

لقد اجريت على هذه النظرية العديد من الاختبارات وقد تم التحقق منها بشكل جيد الى حد ما خلال فترات معينة وفي بلدان متعددة، رغم ذلك هناك انتقاد موجه لها في حالة تدفق كبير لرؤوس الاموال الى البلد بمعدل فائدة مرتفع فإن ذلك يؤدي الى رفع قيمة العملة المحلية، لان هذه الاموال يجب ان تحول الى عملة البلد قبل ان يتم توظيفها في السوق المحلية، ورغم ذلك فانه لا يمكن اهمال دور التباين في معدلات الفائدة في اسعار الصرف.

3- نظرية كفاءة السوق:

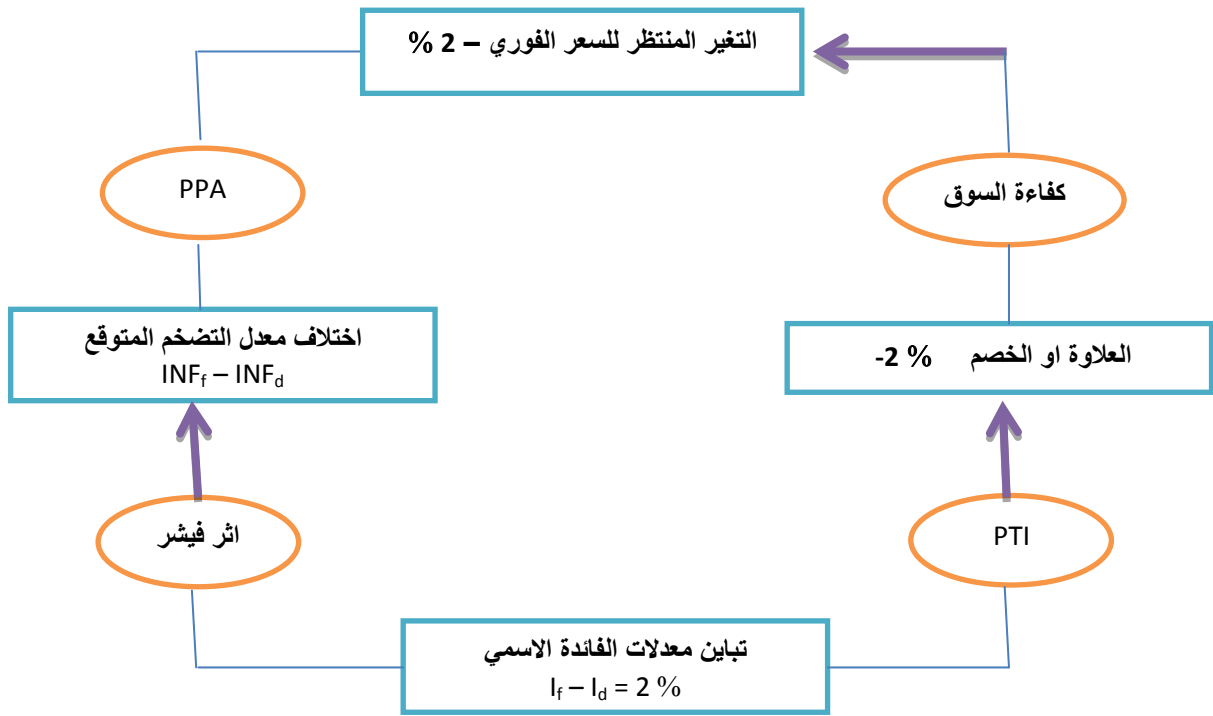
تعرف بانها السوق التي تعكس فيها الاسعار جميع البيانات المتاحة، وتقوم هذه السوق على افتراض ان جميع المتعاملين في السوق قد حصلوا على البيانات الاقتصادية الحالية والمتاحة مثل الافصاح عن العجز او الفائض في ميزان المدفوعات، عجز الموازنة، معدل التضخم، معدلات الفائدة..... وتتميز السوق الكفاءة بخواص من بينها انها تتضمن البيانات الجديدة لأسعار الصرف الفوري والاجل، وتكون التكاليف المعاملات منخفضة، وان تكون تغيرات الاسعار محتملة وليس اكدية، هذه الخواص يمكن ان تفوق الى عدم التمكن من اجراء التنبؤ، وعدم تمكين المضاربين من تحقيق ارباح على المدى الطويل.

وهناك جدل واسع بين المنظرين حول مسألة تحديد ما اذا كانت اسواق الصرف كفاءة نسبية، فمن جانب يرى البعض (Kearney, Macdonald 1989, Hunt 1986) هي ليست كفاءة لان نتائج الاختبارات لا تعطي نفس النتائج، اما البعض الاخر (Giddy, Dufey 1976-75) يرى انها كفاءة، من جانب اخر يرى العاملون في سوق الصرف ان العديد من العوامل والمتغيرات تعد غير كفاءة ومن ثم لا تساعد على كفاءة السوق.

العلاقة بين النظريات السابقة:

تتطافر النظريات السابقة من اجل تفسير الارتباطات بين مختلف اسعار صرف العملات، حيث يتعين ان ينعكس التغير المنتظر للأسعار الفورية فروقات معدلات الفائدة الاسمية وفروقات معدلات التضخم المتوقع، ويتعين ان يكون اختلاف معدلات الفائدة الاسمية متساويا ولكن بإشارة سلبية الى معدل العلاوة او الخصم على العملة، اما اذا كانت السوق كفوّة فان السعر الاجل يكون متكهن او متوقع دون انحراف للسعر الفوري المستقبلي

على سبيل المثال اذا معدل الفائدة الاسمي لاوروبا اقل من 2 % معدل الفائدة الاسمي على الدولار فانه يمكن الوصول للنقاط التالية كما هو موضح في الشكل:



- يظهر هذا الفرق في المعدل 2 % من خلال التضخم المتوقع بنسبة 2 % في السعر الفوري المستقبلي للدولار الامريكي مقابل الاورو (نظرية تعادل القوى الشرائية PPA).

- يظهر كذلك هذا الفرق في المعدل 2 % في احتساب العلاوة او الخصم للعملة الاجنبية - 2 % مقارنة بعملة الاورو (نظرية تعادل معدلات الفائدة PTI).

- يمكن ان يستخدم السعر الاجل بوصفه متكهن للسعر الفوري المستقبلي (كفاءة السوق).

4- اختلاف معدلات الفائدة الاسمية في التنبؤ بانخفاض السعر الفوري المستقبلي بنسبة 2 % للعملة الاجنبية الدولار عن العملة الاوروبية (اثر فيشر الدولي).

4- نظرية ميزان المدفوعات Balance of Payment Theory

ملخص هذه النظرية هو ان سعر الصرف جزء من (نظرية الاسعار) ومن ثم فان كمية العملات المطلوبة والمعروضة من النقد الاجنبي هي التي تحدد سعر صرف العملة.

كما يعد ميزان المدفوعات وفقاً لهذه النظرية العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة المحلية الاسمي ذلك لان ميزان المدفوعات وقراته المختلفة هي المصادر الاساسية لطلب البلد على العملات الاجنبية وعرضه لعملة الوطنية⁽¹⁾ ومن ثم فان سعر الصرف يتحدد (بالمركز المالي الخارجي لميزان المدفوعات). ففي حالة وجود (عجز) في ميزان المدفوعات فان ذلك من شأنه ان يعمل على تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية، لان ذلك يعني زيادة عرض العملة الوطنية في سوق الصرف الاجنبي مقابل الحصول على العملة الاجنبية.

اما اذا كان ميزان المدفوعات يشير الى وجود فائض فان ذلك يعني زيادة في الطلب الاجنبي على العملة الوطنية مما يؤدي الى ارتفاع القيمة الخارجية للعملة الوطنية. وتتخلص الافكار الاساسية لهذه النظرية فيما يأتي:⁽²⁾

أ: يتحدد سعر الصرف تماماً كما تحدد اسعار السلع المختلفة وذلك طبقاً لقوى العرض (عرض العملة الوطنية) والطلب (الطلب الخارجي عليها)

ب: ان سعر الصرف يتحدد وفقاً للكميات المعروضة والمطلوبة من الصرف الاجنبي وهذه مشتقة من حقوق البلد وديونه مع الخارج لذا فان سعر الصرف يتحدد بالوضع الكلي لميزان المدفوعات.

وعلى الرغم من صحة الافتراض الذي جاءت به هذه النظرية الا انه يؤخذ عليها ما يأتي:

¹ أمين رشيد كنوننة، الاقتصاد الدولي، مرجع سابق، ص223.

² عبد المنعم السيد علي، وهيل الجنابي، العلاقات النقدية الدولية، مرجع سابق، ص103.

ا: ان تأكيد النظرية ان ميزان المدفوعات يؤثر على سعر الصرف هو امر مبالغ فيه. ذلك أن سعر الصرف يؤثر ايضاً على ميزان المدفوعات وتحديداً على وضع الحساب الجاري (أي ان هنالك تأثيراً متبادلاً بين الاثنين) فالصادرات المنظورة وغير المنظورة وكذلك الاستيرادات المنظورة وغير المنظورة تتوقف على العلاقة بين مستوى الاسعار في الداخل والخارج (أي انها تتأثر بشكل حاسم بوضع سعر صرف العملة).

فرع القيمة الخارجية للعملة او تخفيضها يؤثر ان بشكل واضح على حجم الاستيرادات والصادرات.

ب: من الصعوبة التوصل الى تحديد وضع ميزان المدفوعات الذي يحدد سعر الصرف اهو التوازن الحسابي ام التوازن الاقتصادي؟ فالتوازن الحسابي يتحقق، عندما تتساوى الايرادات والمدفوعات من الصرف الاجنبي لبلد ما خلال مدة من الزمن أي انه ينصرف الى حسابات حقوق البلد وديونها جميعاً لذا فليس له أي مدلول اقتصادي لبنائه النظري على اساس القيد المزدوج وبذلك فانه قد يخفي اختلالاً في النشاط الاقتصادي لذلك البلد.

ج: من المعلوم ان ميزان المدفوعات يجب ان يكون متوازناً في النتيجة النهائية لذا يثار السؤال الاتي: كيف يمكن لميزان المدفوعات (وهو في حالة توازن) من ممارسة تأثير على اسعار العملة؟ اما اذا كان تصور النظرية هو ان ميزان المدفوعات يمارس تأثيره على اسعار صرف العملات من خلال العمليات الاقتصادية التلقائية فأن ذلك يستدعي استبعاد معظم فقرات ميزان رأس المال كونها فقرات موازنة تقوم بها الدولة لتجنب الاختلال في ميزان المدفوعات الا ان ذلك الاستبعاد غير صحيح، ذلك لان ميزان رأس المال جزء لا يتجزأ من ميزان المدفوعات.

5- النهج النقدي بشأن تحديد سعر الصرف⁽¹⁾ The Monetary Approach

يؤكد النهج النقدي حقيقة ان سوق الصرف الاجنبي هي ظاهرة نقدية بحتة، اذ ان النقود تتبادل مقابل النقود. ولذلك فأن عرض النقد والطلب عليه محلياً وخارجياً هو المعيار المستخدم لتفسير اتجاه سعر الصرف للدولة. وبما انه يتم التحكم بعرض النقد من قبل البنك المركزي فأن النهج النقدي يؤكد طلب الدولة على النقود ومحدداتها.

(1) انظر في ذلك:

-Robert J. Carbaugh, International Economics, 7th, Edition, U.S.A, 2000, P.419-421.

وطبقاً للنهج النقدي فإن الطلب الكلي على النقود في دولة معينة يعتمد على مستوى الدخل الحقيقي والاسعار ومعدلات الفائدة. فعندما ينمو الاقتصاد ويزداد الدخل القومي فإن طلب الجمهور على النقود يزداد لتمويل المعاملات المتزايدة، وإذا ارتفعت الاسعار فسيطلب الجمهور نقوداً أكثر لتغطية معاملاتهم الاقتصادية. ويمثل معدل الفائدة تكلفه الفرصة لامتلاك النقود (التنازل عن السيولة) واسعار الفائدة المنخفضة تحث الجمهور على امتلاك نقود أكثر لان تكلفة الفرصة البديلة لامتلاك الارصدة النقدية هي منخفضة. وبعبارة اخرى فخلال مدد انخفاض معدلات الفائدة يكون للجمهور حافز اقل للتحويل بعيداً عن الارصدة النقدية التي لاتقل فائدة عن الموجودات المالية الحاملة للفائدة. وبالعكس عندما تتغير هذه المحددات بالاتجاه المضاد فان الطلب على النقود ينخفض. وفيما يأتي التوصيف الرياضي لهذا النهج وفقاً للمعادلات الآتية :⁽¹⁾

$$M = PK (I , Y) \dots\dots\dots (1)$$

$$M = P^* K (I^* , Y^*) \dots\dots\dots (2)$$

$$P = RP^* \dots\dots\dots (3)$$

$$R = \frac{P}{P^*} \dots\dots\dots (4)$$

$$R = \frac{mK(i^*, y^*)}{mK^*(i, y)} \dots\dots\dots (5)$$

حيث ان :

$$P = \frac{m}{K(i, y)}$$

$$P^* = \frac{m^*}{K(i^*, y^*)}$$

وتمثل :

M : عرض النقود

P : المستوى العام للاسعار

¹Joun F.O.Bilson “ Recent Development in monetary Models of Exchange Rate Determination”,IMF,staff Papers, vol. 26,no.2,June 1979,p.201-220.

i : معدل الفائدة الاسمي

Y : مستوى الدخل الحقيقي

R : سعر الصرف (معبراً عنه بعدد من وحدات العملة المحلية لكل وحدة واحدة من العملة الاجنبية)

K : الطلب على النقود

* : البلد الاجنبي

توضح المعادلات السابقة ان الطلب على الارصدة النقدية الحقيقية يرتبط سلبياً بسعر الفائدة الاسمي وايجابياً بمستوى الدخل الحقيقي.

اذ تبين المعادلة رقم (1) حجم عرض النقد في البلد المراد تحديد سعر صرف عملته اما المعادلة رقم (2) فتحدد حجم عرض النقد في البلد الاجنبي، اما المعادلة رقم (3) فأنها توضح مستوى الاسعار في البلد المراد تحديد سعر صرف عملته، اما المعادلتان رقم(4,5) فأنهما يبينان تحديد سعر الصرف الذي تم التوصل اليه.

وطبقاً للنهج النقدي فأن الزيادة في عرض النقد المحلي تجعل سعر صرف العملة المحلية منخفضاً، اذ ان التوسع النقدي يجعل من السهولة على الافراد والشركات ان تقترض النقود، وتؤدي الى زيادة في الانفاق المحلي والدخل مما يؤدي الى زيادة الواردات وزيادة الطلب على العملة الاجنبية كما يؤدي التوسع النقدي الى انخفاض معدلات الفائدة بأفترض انعدام التوقعات التضخمية. وانخفاض معدلات الفائدة المحلية يحفز على الاستثمار في الخارج مما يرفع مرة اخرى الطلب على العملة الاجنبية. ومع تجاوز الطلب على العرض من العملة الاجنبية فأن قيمة العملة المحلية تنخفض في سوق الصرف الاجنبي. ويحث هذا الانخفاض على زيادة اسعار الواردات وزيادة الطلب على الصادرات مما يؤدي الى ارتفاع الاسعار المحلية وتؤدي المعاملات المسعرة بشكل مرتفع الى زيادة الطلب على النقود وتستمر عملية التعديل حتى يزول العرض الفائض من النقود في حين نجد ان الزيادة في الطلب على النقود تؤدي الى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.

ووفقاً لتفسير النهج النقدي فان انخفاض الدولار الامريكي والارتفاع في قيمة المارك الالمانى خلال عقد السبعينات من القرن المنصرم كانت تعزى الى النمو النقدي المفرط في الولايات المتحدة والى المعدل

الاقبل للنمو النقدي في المانيا مما في بقية دول العالم والنهج النقدي لتحديد سعر الصرف حقق اسهاماً كبيراً في النظرية الاقتصادية عن طريق ابطال الميل نحو تجاهل اهمية النقود والاهتمام حصراً بالمتغيرات الحقيقية. ومع ذلك فان بعض الاقتصاديين انتقدوا النهج النقدي لكونه مفرطاً في الاهتمام بالمتغيرات النقدية واهماله للعوامل الاخرى. وهذه الانتقادات تؤكد أيضاً ان النهج النقدي لا يمكن ان يكون بديلاً كاملاً من الطرق التقليدية لتحديد سعر الصرف.

6 نهج سوق الاصول في تحديد سعر الصرف⁽¹⁾ *The Asset market Approach*

ان النهج النقدي الذي تم توضيحه مسبقاً يؤكد تأثير الطلب والعرض المحلي من النقد على سعر الصرف في الاجل الطويل. اما نهج سوق الموجودات فإنه يعد العملة المحلية احدى الموجودات المالية المتعددة التي قد يرغب مقيموا البلد في امتلاكها.

وطبقاً لنهج سوق الموجودات فان تعديلات الرصيد بين الموجودات المالية هي محدد اساسي للتحركات في الاجل القصير في اسعار الصرف. وان هذه التعديلات في الرصيد هي موجهة من قبل حافز الربح (أي العائد المتوقع) على الموجود المالي مقارنةً بالعائد المتوقع على موجود اخر اما الطلب على الموجودات المالية فهو ناشئ من رغبة الافراد في امتلاك الاوراق المالية المحلية والاجنبية التي من المتوقع ان تدر عائداً في المستقبل ويؤكد نهج سوق الموجودات ان العامل الاكثر اهمية والمؤثر بالطلب على الموجودات المحلية هو العائد المتوقع ان تدره هذه الموجودات نسبة الى العائد المتوقع على الموجودات الاجنبية. فإذا كان العائد المتوقع على الموجودات المحلية مرتفعاً مقارنةً مع ذلك الخاص بالموجودات الاجنبية فسيكون هنالك طلب اكبر على الموجودات المحلية والعكس بالعكس.

ويعتمد هذا العائد المتوقع على:-

- ❖ معدل الفائدة المحلي المدفوع على الاوراق المالية المحلية.
- ❖ معدل الفائدة الاجنبي المدفوع على الاوراق المالية الاجنبية.
- ❖ التغيرات المتوقعة في سعر صرف العملة المحلية ازاء العملة الاجنبية.

(1) انظر في ذلك .:

-Robert J. Carbaugh, International Economics 7th Edition, U.S.A , 2000, P.421-425.

-Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld, International Economics Theory and Policy, Fourth Edition, U.S.A 1997, P.331.

-Bruno Solnik, International Investments Fourth Edition, U.S.A, 2000, P.72.

لذا فإن العائد من الموجودات المالية الاجنبية نسبة الى العائد من الموجودات المالية المحلية يؤدي دوراً أساسياً في تحديد مستوى سعر الصرف الذي يحدد عنده الافراد خزين الموجودات الاجنبية الذي يودون الاحتفاظ به.

وتأتي اهمية نهج سوق الموجودات من خلال ما يأتي:⁽¹⁾

أ: لان سعر الصرف يمكن ان يعد السعر النسبي لنوعين من خزين الموجودات الاجنبية والمحلية، وهو احد المتغيرات الرئيسية التي تتكيف لتوازن عرض المخزون من الموجودات، مقوما بعملة ما مع الطلب عليه.

ب: لان اسواق رأس المال قادرة على الاستجابة بسرعة اكبر من اسواق السلع للتغيرات المتوقعة في الظروف الاقتصادية. ولان تحسن الموقف التنافسي في اسواق السلع يأخذ وقتاً طويلاً يصل احياناً الى عدة سنوات لكي ينعكس تأثيره بالكامل على تدفقات التجارة. بينما ارتفاع اسعار الفائدة في بلد ما يجذب اليه الاموال من الخارج بسرعة كبيرة ويصبح التأثير على اسعار الصرف المترتب على ذلك فورياً تقريباً.

ويمكن ان يستخدم نهج اسواق الموجودات لشرح اسعار الصرف المتقلبة كما حصل في عقد الثمانينات. وعلى الرغم من ان هناك متغيرات معينة مثل ميزان الحساب الجاري او معدل النمو النقدي تؤثر بأسعار الصرف في الاجل الطويل فإن التغيرات في اسعار الصرف القصيرة الاجل من المحتمل ان تعكس التعديلات في الموجودات المالية والتوقعات وعندما تحصل التغيرات في التوقعات عن المتغيرات (كالسياسة النقدية) يكون هنالك اثر مباشر على اسعار الصرف ولذلك يعد نموذج سوق الموجودات في تحديد سعر الصرف مماثلاً لسوق الاسهم التي تكون فيه التوقعات مهمة والاسعار متقلبة.

من هنا فإن اختبارات نهج سوق الموجودات عرضت نتائج غير دقيقة وغير حاسمة من الناحية التطبيقية حالياً. لان البيانات عن العملات في الممتلكات من الموجودات الاجنبية لدى القطاع الخاص هي غير متاحة عادةً كما ان توقعات السوق غير معروفة تماماً لذلك فمن الصعب اختيار نهج سوق الموجودات، ومستقبلاً يمكن الاستفادة من هذا النهج وخصوصاً مع تطور حرية التجارة وتدويل أسواق المال وتعويم أسعار الصرف.

¹سوزان ستاندر، مرجع سابق، ص7.

تمارين للحل

التمرين الاول:

متعامل لجأ إلى السوق الأجل وكانت شروط السوق كالتالي:

Spot USD/EUR	1.2030	1.2040	-
I USD	5	6	6 month
I EUR	3	4	6 month

- اوجد السعر الأجل للمشتري والبائع ، هل الاورو في حالة علاوة أم خصم، ثم اوجد نسبتها السنوية؟

- انطلاقا من تسعيرة Spot و إذا كانت التسعيرة التالية 1,2020-1,2025 USD/DEM ، اوجد سعر التقاطع EUR/DEM

التمرين الثاني:

متعامل لجأ إلى السوق الأجل وكانت شروط السوق كالتالي:

Spot USD/DEM	1.3060	1.3070	-
I DEM	4	4,5	3 month
I USD	4,7	5,2	3 month

- اوجد السعر الأجل للمشتري والبائع ، هل الدولار في حالة علاوة أم خصم، ثم اوجد نسبتها السنوية؟

- انطلاقا من تسعيرة Spot و إذا كانت التسعيرة التالية 1,3020-1,3025 USD/EUR ، اوجد سعر التقاطع EUR/DEM

التمرين الثالث:

- ما معنى: المراجعة على العملات، سعر الصرف، المضاربة على العملات، سعر التقاطع؟

التمرين الرابع:

- اذا كان السعر الفوري للدينار مقابل الدولار في جانفي من السنة "ن" كما يلي:

$$\text{USD/EUR} = 0.142 - 0.145$$

ويتوقع ان تحصل زيادة في المستوى العام للأسعار بنسبة 4 % في الجزائر و 2 % في الولايات المتحدة خلال السنة، السؤال المطروح كيف يكون سعر صرف الدينار مقابل الدولار في نهاية السنة حسب نظرية تعادل القوى الشرائية؟

- اذا كان السعر الفوري للدينار مقابل الدولار في جانفي من السنة "ن" كما يلي:

$$\text{USD/CAD} = 1.1286 - 1.1290$$

ويتوقع ان تحصل زيادة في المستوى العام للأسعار بنسبة 3 % في الجزائر و 5 % في الولايات المتحدة خلال السنة، كيف يكون سعر صرف الدينار مقابل الدولار في نهاية السنة حسب نظرية تعادل القوى الشرائية؟

المحور الثالث: آليات إدارة عمليات الصرف الأجنبي

الهدف من المحور:

- معرفة ماهية خطر الصرف وانواعه

- معرفة كيفية تسييره وادارته

المحتوى:

اولا: مفهوم ومراحل ظهور خطر الصرف

ثانيا: إدارة و تسيير مخاطر الصرف

ثالثا: تقنيات تسيير خطر الصرف

1- التقنيات الداخلية لتسيير خطر الصرف

2-التقنيات الخارجية لتسيير خطر الصرف

رابعا: تمارين للحل

مقدمة:

إن خطر الصرف ينشأ من خلال العمليات التي يقوم بها المتعاملون الاقتصاديون مع الخارج بعملات أجنبية (استيراد، تصدير، التعاملات المالية والنقدية كالقروض بالعملية الصعبة والتوظيفات والاستثمارات الخارجية)، وباختلاف المعاملات يختلف الخطر ولإدارته يجب على المؤسسات أو الشركات المتعدية الجنسيات معرفة مركزها، فكل مركز يدار بطريقة مختلفة وهناك تقنيات عديدة لتسيير خطر الصرف منها التقنيات الداخلية التي تتبناها المؤسسة من أجل تحديد الخطر، والتقنيات الخارجية التي تقتضي اللجوء إلى الأسواق الأخرى (السوق النقدي، الأسواق المستقبلية، الخيارات... إلخ)، ويمكن للمؤسسة أو المجتمع بناء مقاربات مختلفة عند مواجهة خطر الصرف.

أولاً: مفهوم ومراحل ظهور خطر الصرف

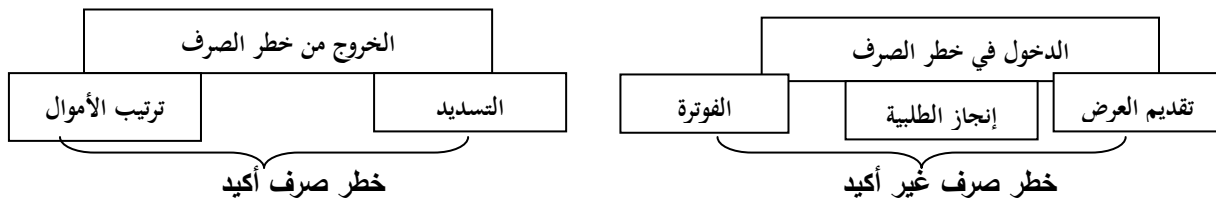
ان لخطر الصرف عدة تعاريف نذكر منها:

- هو النتيجة المالية التي تتعرض لها المؤسسات والمتعاملون الاقتصاديون الذين يقومون بعمليات شراء وبيع أو استثمار أو اقتراض بعملة مختلفة عن عملتهم الوطنية، وهي ناجمة عن تغيرات أسعار الصرف.

- ويعرف كذلك على انه احتمال أن تكون نتيجة عملية أو نشاط مختلفة عن النتيجة المتوقعة لتغير أسعار العملات فيما بينها، حيث تؤدي هذه التغيرات إما إلى أرباح و إما إلى خسائر في الصرف، وعليه فان خطر الصرف هو ذلك الخطر المرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية، وعليه وبسبب أن الأسعار في هذه المراحل غير مضمونة الاستقرار، فهذا ينتج عنه مخاطر مرتبطة بفترة العقد لذا من الضروري إدارة وتسيير هذه الأخطار

ولخطر الصرف مراحل ظهور حيث يرافق المؤسسة منذ تقديم العرض ثم إنجاز الطلبية إلى غاية الفوترة.

و سنوضح ذلك في الشكل الموالي:



من خلال الشكل يلاحظ أن دخول خطر الصرف إلى المؤسسة يكون في مرحلة العرض، أين تتفاوض المؤسسة مع زبونها حول الأسعار و الكمية والجودة.... و بعد إبرام العقد، تدخل مرحلة التجسيد على أرض الواقع. في هاتين المرحلتين يكون خطر الصرف كامناً أي موجوداً و لكنه لا

يظهر. ثم تليها مرحلة إعداد الفاتورة للزبون و عندما تتم التسوية يتم معها التأكد من التعرض لخسائر متعلقة بتقلب سعر الصرف، و هذا ما يجعل تسمية خطر الصرف في المراحل الأخيرة بالخطر الأکید و الذي يتطلب ترتيب و تنظيم حالة و وضعية الصرف بالنسبة للمؤسسة.

ثانيا: إدارة و تسيير مخاطر الصرف:

لتسيير خطر الصرف لا بد أولا من تحديد مركزه ثم اختيار التقنيات الأكثر نجاعة، فبالنسبة للأول فانه هناك 3 انواع من مراكز الصرف :مركز صرف المعاملات ،التوحيد ،الاقتصادي¹.

01- مركز صرف المعاملات: Transactions

وهو يخص الشركات التي لديها أصول متداولة بالعملة الصعبة أو أن استحقاقاتها بالعملة الصعبة، كالعاملات التجارية مع الخارج المسعرة بالعملة الصعبة أو المعاملات المالية مع الخارج من إقراض واقتراض وكذلك تدفقات الاقساط Dividends بالعملة الصعبة .ويمكن تقييم مركز الصرف المعاملات على مرحلتين:

- أ- دراسة المبلغ الصافي لمدخلات ومخرجات الخزينة لكل عملة
- ب- تحديد الخطر الإجمالي لكل عملة ،حيث انه غالبا ما تكون العملة المرجعية للمؤسسة العملة الوطنية أو عملة الشركة الأم هذه العملات تجمع حسب الآجال.

مثال :

المؤسسة A مستوردة تسدد بالليرة الإيطالية لمبلغ صافي ITL50000000

المؤسسة B مصدرة تفوتر بالفرنك البلجيكي لمبلغ صافي BEF20000000

المؤسسة C مصدرة ومستوردة بالدولار لمبلغ صافي منعدم

نقول أن :

- المؤسسة A لها مركز صرف قصير لان الحقوق اقل من الديون لنفس العملة ونفس تاريخ الاستحقاق.
- المؤسسة B لها مركز صرف طويل لان الحقوق اكبر من الديون لنفس العملة ونفس تاريخ الاستحقاق.
- المؤسسة C لها مركز صرف متعادل او مغلق لتساوي الحقوق والالتزامات لنفس العملة ونفس تاريخ الاستحقاق.

و تبعا لوضعيات الصرف المغلقة أو المفتوحة سوء كانت طويلة أو قصيرة، فإن الخطر الذي تتعرض له المؤسسة ليس نفسه في الحالتين:

¹ - Albert Ondo Ossa, Op.cit, p 51.

- إذا كانت الوضعية مغلقة فإن المؤسسة لن تتعرض لخطر الصرف. في هذه الحالة الحقوق تغطي أو تعوض الديون في تاريخ استحقاق معين. المؤسسة هنا ليست في حاجة إلى اتخاذ سعر الصرف لأجل في تاريخ الاستحقاق مرجعا لها.

- إذا كانت الوضعية قصيرة، المؤسسة تتعرض للخطر في حالة ارتفاع سعر الصرف لأجل. إذا تحقق هذا الارتفاع في تاريخ الاستحقاق، فإن ذلك يترجم بخروج كمية كبيرة من العملة الوطنية و هذا في حالة مؤسسة مستوردة.

- إذا كانت الوضعية طويلة فإن المؤسسة ستتعرض للخطر في حالة انخفاض سعر الصرف لأجل. و إذا تحقق هذا الانخفاض في تاريخ الاستحقاق، يترجم ذلك بدخول كمية قليلة من العملة الوطنية في حالة مؤسسة مصدرة.

02- مركز صرف توحيد: consolidation:

ويمكن ان يطلق عليه خطر صرف محاسبي، يخص الاستثمارات المباشرة أو الشراكة مع الشركات الأجنبية حيث عند توحيد الميزانيات فان الأصول الصافية المعبر عنها بالعملة المحلية يمكن أن تتغير عندما تقيم بعملات البلدان المستثمر فيها.

03- مركز صرف الإقتصادي :

يتعلق بتأثير سعر الصرف على القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة ،حيث إذا تثمنت العملة المحلية فهذا يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الصادرات لأنها تصبح أعلى ،كما يمكن أن تنخفض إذا كان هناك منافسة أجنبية في السوق المحلي من جهة أخرى فان الفوائد من التوظيفات في الخارج والمحولة إلى العملة المحلية سوف تنخفض وبالعكس في حالة تدهور العملة المحلية.

بعد تحديد مركز أو موضوع الخطر وسواء تعلق الأمر بعملية تجارية أو مالية تأتي مرحلة تحديد سياسة التغطية الملائمة والتي يمكن أن تكون:

- نظامية :

وهذا بإلغاء أو تخفيض قيمته حيث تقوم على أساس التغطية الآلية بمجرد ظهور التزام أو عملية بالعملة الأجنبية. عموما كلما كانت التدفقات بالعملات الأجنبية للمؤسسة مهمة لنموها و تسديد ديونها كلما كان حجم تغطية المؤسسة لخطر الصرف أكبر، لأن الواقع يدل على أن عددا قليلا من المؤسسات التي تغطي بشكل كلي وضعياتها.

- اختيارية:

وهنا تكون وضعية الصرف طويلة في العملات القوية وقصيرة بالعملات الضعيفة .

- متجاهلة:

وهنا لا تغطي المخاطر و بالتالي المؤسسة عرضة لتقلبات الأسعار

- عدم التغطية:

تختار المؤسسة هذه السياسة عندما تكون العملات الأجنبية المستخدمة في تعاملاتها تتميز بقدر كبير من الاستقرار، أو إذا كان الخطر تتحمله الأطراف الأخرى في العقود نتيجة استخدام العملة الوطنية للمؤسسة، أو تكاليف تسيير الخطر كبيرة بحيث يتعذر على المؤسسة القيام بها أو كانت نسبة حسابات الزبائن والموردين بالعملة الصعبة ضعيفة مقارنة برقم الأعمال.

- غير ضرورية :

إذا كانت التدفقات التجارية تتم بالعملة المحلية.

غير أن هذه الطرق تكون حسب حجم وتنظيم المؤسسة وكذا جودة المعلومات المتوفرة وكذلك الرد على الأسئلة التالية :

- هل يمكن أن نمنع الخطر ؟

- هل يمكن أن نحول الخطر بتحميله للعميل أو بالتنازل عنه للآخرين؟

- هل يمكن أن نحد آثاره على خزينة المؤسسة؟....

ثالثا: تقنيات تسيير خطر الصرف

توجد عدة طرق تستخدمها الشركات لتقليل خطر الصرف يمكن إجمالها في

- التقنيات الداخلية وهي عبارة عن أدوات تستعملها الشركة بنفسها (مسير الخزينة) مع الشركات أو الفروع الأخرى المتعاملة معها

- التقنيات الخارجية وهي تتطلب اللجوء إلى الأسواق الآجلة و الأسواق النقدية و إلى أسواق المشتقات المالية (الخيارات ،المستقبلات....)

1- التقنيات الداخلية لتسيير خطر الصرف:

أ- اختيار عملة التحرير (الفوترة) : Monnaie de Facturation :

حيث تقوم الشركات سواء الصغيرة أو الكبيرة باختيار فوترة صادراتها بالعملة الوطنية وتسعى للحصول من موردها في الخارج على إمكانية الدفع بالعملة المحلية ،بحيث تؤدي هذا لمعرفة كل من المصدر والمستورد للمبلغ الذي سيقبضه و سيدفعه كل واحد.

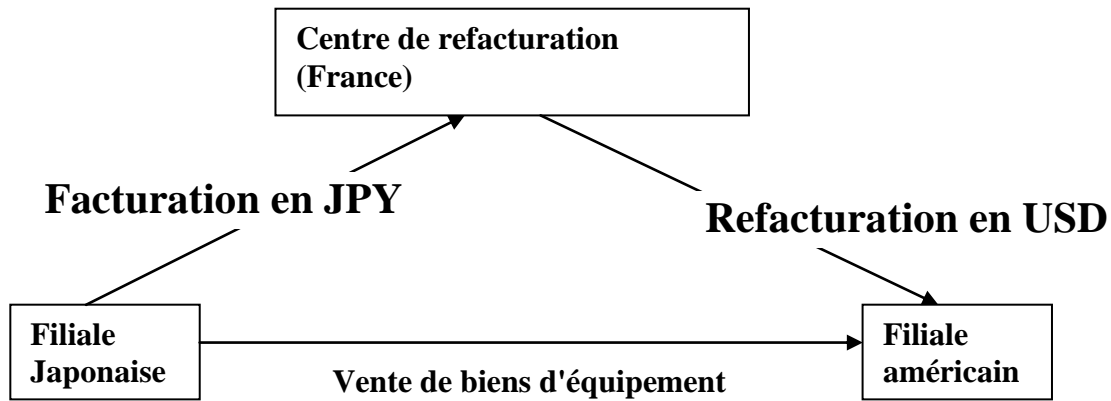
نقائسها: لا تسمح هذه التقنية إلا بحماية وهمية حيث أن عقود الشراء المحررة بالعملية الوطنية غالباً ما تحتوي على بنود تثبيت تغيرات أسعار الصرف على العملات الصعبة، كما انه عند اعتماد العملة المحلية كعملة فوترة في حالة البيع فان ذلك يؤدي إلى تأجيل خطر الصرف لكن إذا تحسنت أو تتمنت العملة المحلية بالنسبة للعملات الأجنبية المنافسة فهذا يعرض الشركة إلى خسارة.

ب- التأثير على الآجال le Termillage :

وهي عملية تسيير الآجال بعبارة أخرى تسريع أو إبطاء قبض أو دفع العملات الصعبة وفقاً للتطور التنبئي لهذه العملات. فإذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض قيمة العملة المحلية فالمؤسسات المستوردة ستحاول أن تسرع مدفوعاتها بالعملية الصعبة أما المؤسسات المصدرة فستحاول إبطاء أو تأخير مدفوعاتها، هذه لتفاعلات إذا كانت معممة على المستوى الوطني فهذا يمكن أن يؤدي إلى ضعف العملة الوطنية، كما أن هناك عدة دول تنظم إمكانيات القرض ارتباطاً بالمشتريين الأجانب لتفادي عدم توازن السوق، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع في قيمة العملة الوطنية فالمؤسسات المستوردة تأجل و تبطأ مدفوعاتها بينما المصدرة فتحاول تسرع استرجاع ديونها، وتعتبر هذه الطريقة أكثر استعمالاً في الشركات المتعددة الجنسيات منه في الشركات المستقلة.

ج- مركز إعادة الفوترة

حيث نجد الفواتير المحررة قانونياً بالعملية الصعبة الأجنبية تحرر باسم مركز إعادة الفوترة من طرف الفروع المستقلة، والمركز يرسل بالعملية الوطنية للفرع المستقل، حيث أن هذا المركز تكونه الشركات المتعددة الجنسيات، وفي الدول التي هي ليست خاضعة لقوانين وتنظيمات الصرف. مثال: لتكن شركة يابانية للفرع الفرنسي تباع سلع إلى الفرع المستقل الأمريكي لنفس الفرع، يرسل الفرع المستقل الياباني فاتوراته بالجنيه إلى مركز الفوترة بفرنسا، وهذا المركز يحرق للفرع المستقل الأمريكي بالدولار، وعليه يتولى المركز تحويل العملة الصعبة بين الفرعين مقابل عمولة وهذا حسب المخطط التالي:



د - المقاصة الداخلية:

يطبق هذا النظام اذا كان لفرعين لهما مبيعات متبادلة او متكاملة ، بحيث يحدد خطر الصرف لكل من المقبوضات والمدفوعات لنفس العملة ولنفس الآجال على الرصيد الإجمالي فقط يمكن تعريفها على أنها إجراء يسمح لمعامل معين بحوزته عملة صعبة على استخدامها لتسوية التزام بنفس العملة. حيث أنه عندما تقوم مؤسسات من نفس المجموعة ومقراتها في دول مختلفة بمدفوعات متبادلة (شراء وبيع) فإنه من الممكن تجنب التحويلات المزدوجة غير المهمة وبالتالي التخفيض من مصاريف الصفقات وأخطار الصرف، وبالتالي لا تقوم إلا بتحويل الفرق بين المستحقات والديون فهي في هذه الحالة تستعمل العملات الصعبة التي تحصل عليها من الصادرات للوفاء بديونها من الواردات وبالتالي المؤسسة لا تواجه عملية الصرف.

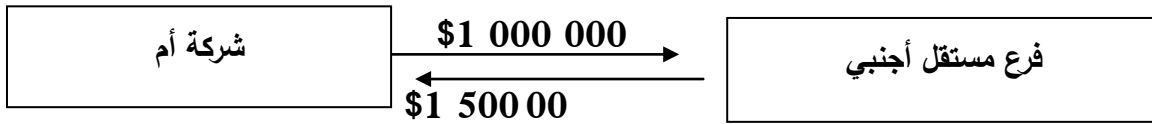
المقاصة يمكن أن تكون على شكلين:¹

أ - مقاصة ثنائية:

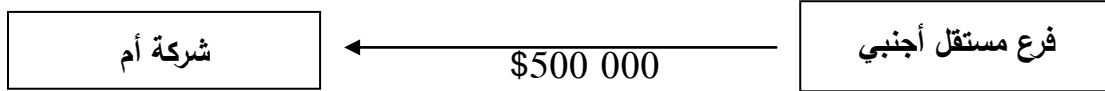
يمكن أن تكون المقاصة ذات طرفين أين تكون المؤسستين على علاقة تجارية وتتجز مبيعات مشتركة أو متبادلة هذا في حالة شركة أم تبيع إلى فروعها الخارجية منتجات نصف مصنعة وتشتري منتجات تامة الصنع (بيع مركب) بيع قطع غيار السيارات واسترجاع السيارات، مثلا اذا كانت مؤسستين على علاقة تجارية وتحقق مبيعات مشتركة مثلا شركة ام تبيع الى فرعها في الخارج منتجات نصف مصنعة بـ 1.5 مليون دولار وتشتري منتجات تامة بمليون دولار.

في حالة غياب المقاصة حركات رؤوس الأموال تكون كالتالي:

¹ - Rousset Andere, couverture des risque de change ; paris, 1999, p120.



اما في حالة وجود المقاصة، حركات رؤوس الأموال تكون كالتالي:

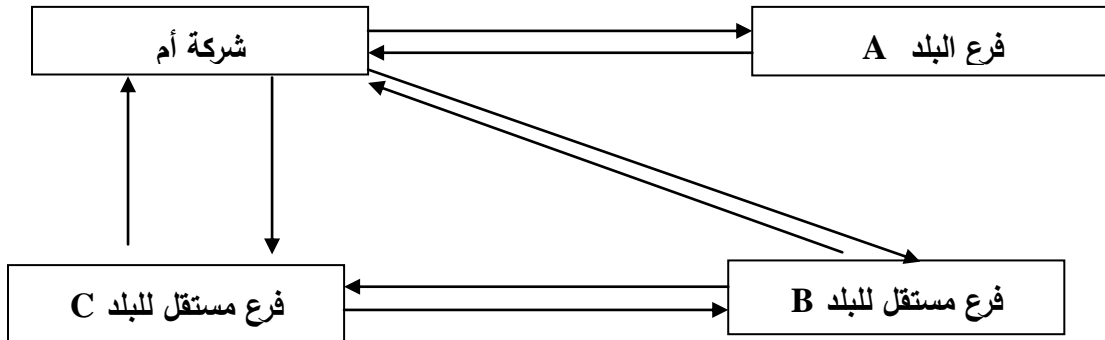


Source :Rousset Andere , couverture des risque de change , paris, 1999, p122

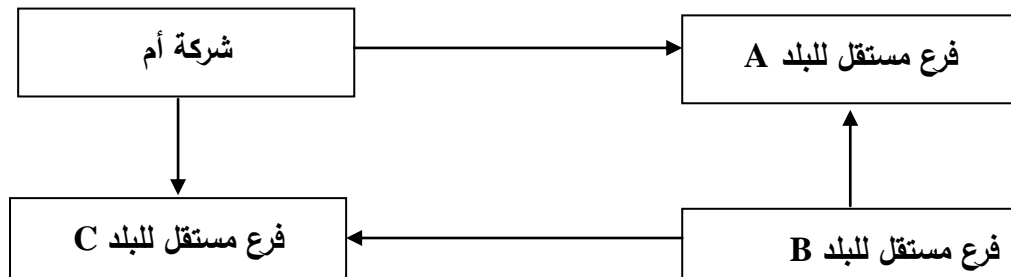
ب- مقاصة متعددة:

هي النظام العام المستعمل عندما تكون المعاملات الداخلية كثيرة الحجم الكلي للتحويلات المصغرة لأن كل واحدة من مؤسسات المجمع لا تستوفي و لا تسدد إلا قيمة المبلغ الصافي لمركزها المدين أو الدائن.

في غياب المقاصة: حركات الصندوق بين ثلاث شركات مستقلة بالخارج والشركة من الممكن توضيحها بالشكل التالي:



في حالة المقاصة المتعددة: فسيحدث تبسيط لنفقات الصندوق لأنه القيمة الصافية هي التي تم تحويلها.



Source :Rousset Andere , couverture des risque de change , paris, 1999, p123

شروط المقاصة:

لا يمكن القيام بالمقاصة بنفس العملة مثلا الدولار والدولار، وإنما تتم بعلميتين مختلفين إذا لم تكتمل عملية التصدير والاستيراد في نفس الوقت، فإن القيام بالمقاصة سينتج عند اختلافات في الصرف، خاصة

إذا لم يكن للمؤسسة وضعية في الصرف وفي بعض الحالات إذا كان لا بد من القيام بمقاصة، سيكون من الأفضل التعامل بالتغطية لأجل الصادرات والواردات.

مميزات المقاصة: من اهم مميزاتها:

- ✓ التخفيض من الأموال المتداولة.
 - ✓ إلغاء الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في العملة.
 - ✓ تجنب التحويل إن لم يكن هناك حركات للأموال على المبلغ المتقاص به.
 - ✓ تجنب التدفق النقدي، المصرفي غير الملائم بين تاريخ البيع وتاريخ الشراء بنفس العملة.
- إن نظام المقاصة يجب أن يستعمل في التبادلات الثنائية المتقاطعة بين شركتين ويستعمل في المبيعات والمشتريات بنفس العملة. في حين أن المبادلات بين شركتين أو أكثر غير قابلة للمقاصة حتى إذا تمت بنفس العملة، وبذلك فإن الطريقة الوحيدة للقيام بمقاصة بين المبادلات لشركتين من نفس المجموعة تتم عن طريق وجود مركز مقاصة. هذا الأخير يقوم بحساب الوضعيات المدينة أو الدائنة لكل مؤسسة وهو أيضا الذي يقبض الإيداعات من طرف المؤسسة المدينة ويدفع للمؤسسات الدائنة هذا في حالة وجود عملية ثنائية، فماذا لو كان هناك طرف ثالث ورابع في العملية هذا ما يعرف بالمقاصة متعددة الأطراف إذ تسمح هذه التقنية بتقليل المبالغ المحولة بين الفروع وكذلك بتقليل خطر الصرف الإجمالي لمجموع الفروع.

هـ - التغطية الفورية:

تشمل هذه التقنية على موازنة الأصول والخصوم بالعملة الصعبة من خلال قروضها أو ديونها بالعملة الصعبة الأجنبية بنفس القيمة في نفس تواريخ الاستحقاق، فالمصدر الفرنسي الذي توقع انخفاض الدولار الأمريكي مثلا يستطيع أن يقترض الدولار الأمريكي من أجل قيمة مساوية لديونه في المبلغ والمدة ونفس الشيء بالنسبة للمستورد.

اي بعبارة اخرى أحيانا يمكن تعويض الأصول أو الخصوم بالعملات الأجنبية بالمستحقات (أو الديون بنفس العملات الأجنبية أنها التغطية الفورية)⁽¹⁾

هذا النوع من التغطية يفرض على المدين شراء كمية من العملات الأجنبية وإيداعها في البنك واستخدامها في الدفع لتاريخ غير محدد.

¹ -Henri de Bordinat et Bernard Marios et Jean Klein « Gestion Financière internationale » DUNO-BORDAS. Paris, 1978.p81.

المستورد يمكنه فعل ذلك ابتداء من إبرام العقد إذا كان مخزونه من الأموال الخاصة يسمح أن يحتفظ بهذه العملات الصعبة المقترضة بدلا من بيعها، المصدر يقترض عملات صعبة مساوية لمستحقته ويقوم ببيعها، ومنه يسدد قرضه عن طريق العملات الصعبة التي يتحصل عليها ومن المهم أن يتطابق تاريخ استحقاق القرض مع تاريخ القبض.

مثال:

مصدر بريطاني يتوقع انخفاض الدولار، يمكنه اقتراض الدولارات من الو.م.أ بمبلغ مساوي لمستحقته بالدولار، ثم يحولهم إلى جنيه ويستثمرهم في السوق البريطانية لمدة الديون، عندما يحين موعد الفائدة لأنه إذا كانت الأسواق فعالة، فإن التقلب في سعر الصرف يعرض التغير في معدل الفائدة إجراءات التغطية هذه تسمح بالتغطية ضد خطر الصرف، ومنه نلاحظ أن هذه الطريقة:

- ❖ تتضمن تكاليف صفقات تجارية وتكاليف إدارية غير مهمة.
- ❖ لا يمكن أن تطبق في الدول التي يوجد بها قوانين تنظم الصرف.
- ❖ الخزينة تقوم بتحويل الأموال إلى عقارات في حين يمكن أن تقوم بعمليات أكثر ربحية.
- ❖ تكاليف عملية التغطية مساوية للفرق بين فائدة الاقتراض وبين الفائدة المجتناة من توظيف العملات الصعبة.

و - القروض المتقاطعة والمبادلات بالعملة الصعبة :

- المبادلات: les swaps :

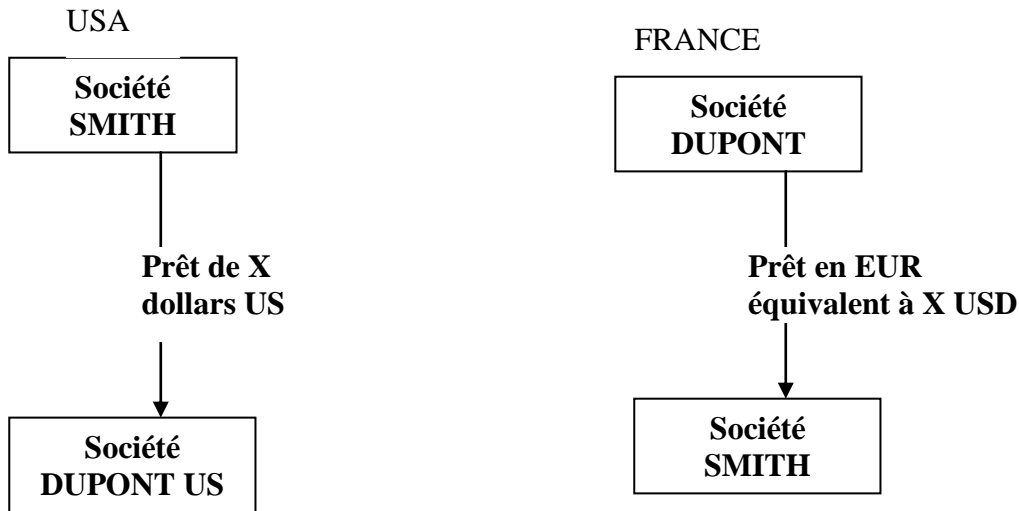
هي اتفاق مبرم بين طرفين، يقابل تبادل مبلغ محدد بالعملة الصعبة مع شرط إرجاع قيمة المبلغ في أجل محدد، حيث يوجد عدة أنواع منها:

القروض المتقاطعة :

يوجد في هذا القرض تبادل بالعملة الصعبة بين الشركة الأم مثلا وبنك لبلد أجنبي ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي: شركة أم أمريكية تريد تمويل فرع مستقل بالجزائر، حيث تستطيع إبرام اتفاق مبادلة مع البنك الجزائري، حيث تقدم الشركة الأم إلى البنك الجزائري قيمة محررة قانونا بالدولار المعادلة لقيمة المبلغ بالدينار التي تريد أن تقرضه إلى فرعها في الجزائر لاجل محدد. من خلالها البنك الجزائري سيقرض الفرع المستقل هذه القيمة بمعدل فائدة معين لاجل محدد، وفي نهاية فترة القرض يسدد البنك الجزائري إلى الشركة الأم القيمة المقدمة بالدولار.

الاعتمادات المتوازنة: les crédit back to back

هي تقنية تسمح لشركتين مقيمتين في دولتين مختلفتين بوضع اتفاق لربط كل واحدة ولغرض محدد بعملتها خلال فترة زمنية محددة ، مثلا شركة أم أمريكية لها فرع مستقل بفرنسا تستطيع الاتفاق مع شركة فرنسية لها فرع مستقل بالولايات المتحدة ،حيث تمنح الشركة الأم الفرنسية قرض بالفرنك موازي للقرض الذي سيمنح لفرعها من طرف الشركة الأمريكية حيث في الأخير الشركة الأمريكية تسدد مبلغ للفرع الفرنسي بالدولار أما الشركة الفرنسية فستسدد مبلغ بالفرنك للفرع الأمريكي. لنعبر ان الشركتين هما: DUPONT الفرنسية، و SMITH الامريكية. وهذا حسب المخطط التالي:



ب- مبادلات العملات الصعبة:

والتي جاءت بعد القروض المتوازية وهي التزام مبرم بين طرفين لتبادل مبلغ معين من العملة ومبالغ الفائدة بتواريخ محددة وبمعدل محدد، هذا التبادل يسمح للشركة التي تحتاج إلى عملة صعبة أجنبية بالحصول عليها دون خطر صرف اذا كانت المقابلة صحيحة وهذا مباشرة على راس المال بحيث يجب أن تكون الفترات وقيمة المبالغ المتبادلة متجانسة ومتطابقة ،وفي اغلب الحالات يكون البنك كوسيط وتكون المبادلات على :

- الأسعار الفورية والأجلة المتجانسة
- مبالغ الفائدة المدفوعة بتواريخ محددة
- تسديدات راس المال على دفعة أو دفعات

رغم الاستفادة من تقنيات التغطية الداخلية ضد مخاطر الصرف إلا أنها لا تخلو من السلبيات، ويمكن

تلخيص إيجابيات و سلبيات هذه التقنيات في الجدول التالي.

تقنيات التغطية	الإيجابيات	السلبيات
الفوترة بالعملية الوطنية	- طريقة الاستعمال بسيطة - تكلفة معدومة - حماية كلية ضد خطر الصرف	- خطر الصرف يحول إلى البائع - لا تسمح لنا من الاستفادة من التطور الملائم لمعدلات الصرف
التأثير على الآجال	- تكلفة شبه معدومة - تقوم على أساس المضاربة	- استعمال معقد للقائمة - التقديرات وتطورات الصرف تستوجب وجود قرينة جيدة
شروط العقد	- استعمال بسيط - قليلة التكلفة	- خطر الصرف يتقاسمه البائع والمشتري في غالب الاحيان - تفاوض صعب
المقاصة	- على المؤسسة التوفيق بين التدفقات من وإلى المؤسسة	- تتطلب وجود عدد قليل من عملات الفوترة

02- التقنيات الخارجية لتسيير خطر الصرف:**أ- التغطية الاجلة:**

تسمح هذه التغطية من تغطية خطر الصرف المرتبط بالعملات الصعبة الأكثر استعمالا ولفترات تكون في حدود سنة أو أكثر أحيانا.

إذن على المؤسسة اللجوء إلى بنكها بهدف تثبيت أسعار هذه العملات لأنها ستقع في خطر الصرف في حالة ما إذا كانت هذه العملات غير ثابتة فمثلا في حالة مستورد قام بإبرام صفقة مع متعامل أجنبي فعند إبرام هذا العقد يطلب المستورد من بنكه أن يشتري له العملة الأجنبية اللازمة لتسوية هذه الصفقة ويضعها في حسابه الخاص إلى غاية حلول آجال تسديد الصفقة عندئذ يقوم البنك بتسليم هذه العملة إلى المستورد مقابل أن يدفع له هذا الأخير ما يقابلها بالعملة الوطنية، وذلك بسعر الصرف الذي تم تحديده سابقا من طرف البنك، وميزة هذه العملية أنها تمكن المستورد من المعرفة المسبقة لتكاليف الصفقة بالعملة الوطنية وعند حلول الآجال يسلم البنك مبلغ الصفقة بالعملة الوطنية للمصدر، ويحصل على المقابل بالعملة الصعبة من المصدر الذي تحصل عليه هو الآخر من عملة الأجنبي، وهنا أيضا يكون المصدر على دراية بالإيرادات التي سوف يحققها، وعن طريق هذه العملية تستطيع المؤسسة تفادي مخاطر الصرف وفائدة البنك من هذه العمليات هي أنه يقوم بتوظيف تلك المبالغ ويحصل مقابلها على فوائد هذا من جهة ومن جهة أخرى فإذا حدث انخفاض في سعر الصرف ففي هذه الحالة يستفيد البنك من الفرق في سعر الصرف والفوائد أما في حالة ارتفاع سعر الصرف فهنا نستفيد من الفوائد فقط وبالتالي فالبنك يستفيد من كلتا الحالتين.⁽¹⁾

يمكن توضيح ذلك في المثال التالي:⁽²⁾

مثال:

قامت مؤسسة (X) بريطانية بعملية التصدير إلى أمريكا ما يعادل 1 مليون \$ وسوف تحصل على هذه القيمة بعد 3 أشهر وهي تود التغطية من خطر الصرف نتيجة الانخفاض المحتمل للدولار مقارنة بالجنيه وذلك عن طريق بيع الدولار لأجل.

علما أن الأسعار هي:

السعر الجاري: الجنيه/دولار هو: 1.50.

¹- G.Dagonet et M.Louvet , Gestion de Trésorerie en devises , édition C.L.E.T :Centre du livre dentreprise , Paris.1981 p126 et 129.

²- كتاب هندي منير إبراهيم . إدارة الأسواق والمنشآت الدولية، الإسكندرية منشأة المعارف 1999 ص265.

السعر بعد ثلاثة أشهر: الجنيه/دولار هو: 1.55.

عند بيع الدولار لأجل: $1.55 / 1\ 000\ 000 = 161.2\ 903$ جنيه.

بعد ثلاثة أشهر إذا كان السعر هو: الجنيه/دولار = 1.52 فإن المصدر يندم على قرار التغطية لأنه خسر المقدار

$(1.55 / 1\ 000\ 000) - (1.52 / 1\ 000\ 000) = 12\ 733.44\ 654$ - جنيه.

أما إذا كان السعر هو: الجنيه/دولار = 1.59 فإن المصدر قد اتخذ القرار الصحيح وبيع المبلغ (000 000 $(1.55 / 1\ 000\ 000) - (1.59 / 1\ 000\ 000) = 16\ 230.47\ 269$ جنيه، هنا نلاحظ أن الدولار منخفض مقارنة بالجنيه ومنه فإن تكلفة التغطية تساوي الانخفاض فلو باع المصدر في السوق بالسعر الجاري فإنه يحصل على:

$1.50 / 1\ 000\ 000 = 6\ 667.6$ جنيه.

هذه التقنية استخدمت في الجزائر بموجب القانون رقم 07-91 بتاريخ: 14-08-1991 وهذا لا يتم إلا بشروط وهي:

- ✓ أن يكون المتعامل الاقتصادي جزائري مقيم بالجزائر.
- ✓ طلب الشراء يكون متعلق بعملية تجارية خارجية موطنة في ذلك البنك.
- ✓ المبلغ المطلوب يجب أن يكون أكبر أو يساوي 100 000 دولار وهذا حتى لا يتم الاهتمام بالعمليات الصغيرة وبالتالي تحمل خسائر من طرف البنك.
- ✓ تاريخ الاستحقاق يجب أن يكون معروفا.
- ✓ طلب الشراء للعملة الأجنبية لأجل يجب أن يكون ممضى من طرف المؤسسة.
- ✓ العملة المطلوبة للشراء لأجل تكون لمدة لا تقل عن 3 أشهر ولا تزيد عن 36 شهرا.
- ✓ يجب أن يدفع المتعامل الاقتصادي المعني على الأقل 22% من المبلغ المطلوب بالدينار.
- ✓ هذه التقنية تصلح لتغطية خطر الصرف الأكيد، كما تستعمل لمنع المستوردين من الشراء الأجل للعملة الصعبة (حسب الوضع الاقتصادي).

ب-التسيقات على العملات: les avances en devises

التغطية في السوق النقدي تمر من خلال الاقراض والاقتراض من السوق النقدي، فمثلا بالنسبة للمصدر: شركة ترغب في التغطية من خطر الصرف من خلال بيع 15000 دولار في امريكا وتسدد على 3 اشهر، وكانت المعطيات التالية

Taux de change au comptant S : EUR/USD = 0,97 - 0,98

Taux d'intérêt sur l'Eurodollar : I : 3 %

Taux d'intérêt sur l'euro : I_{euro} : 4 %

اقتراض الدولارات والقيمة الحالية هي:

$$\frac{15000}{1 + 0,03 \cdot \frac{3}{12}} = 14888,34 \text{ USD}$$

تحويل الدولارات الى اورو بسعر البيع:

$$1 \text{ EUR} = 0,98 \text{ USD} \Rightarrow 1 \text{ USD} = 1 / 0,98 \text{ EUR}$$

سيحصل على مبلغ يساوي:

$$\frac{14888,34}{0,98} = 15192,18 \text{ EUR}$$

يمكن توظيف المبلغ السابق بمعدل 4 بالمئة

بعد 3 اشهر سيتحصل على مبلغ ويسدد القرض

Elle peut placer ces fonds au taux de 4% si elle n'en a pas l'utilité immédiate.

- a) 3 mois plus tard, elle encaisse le règlement de sa créance en USD et rembourse son emprunt pour un montant de :

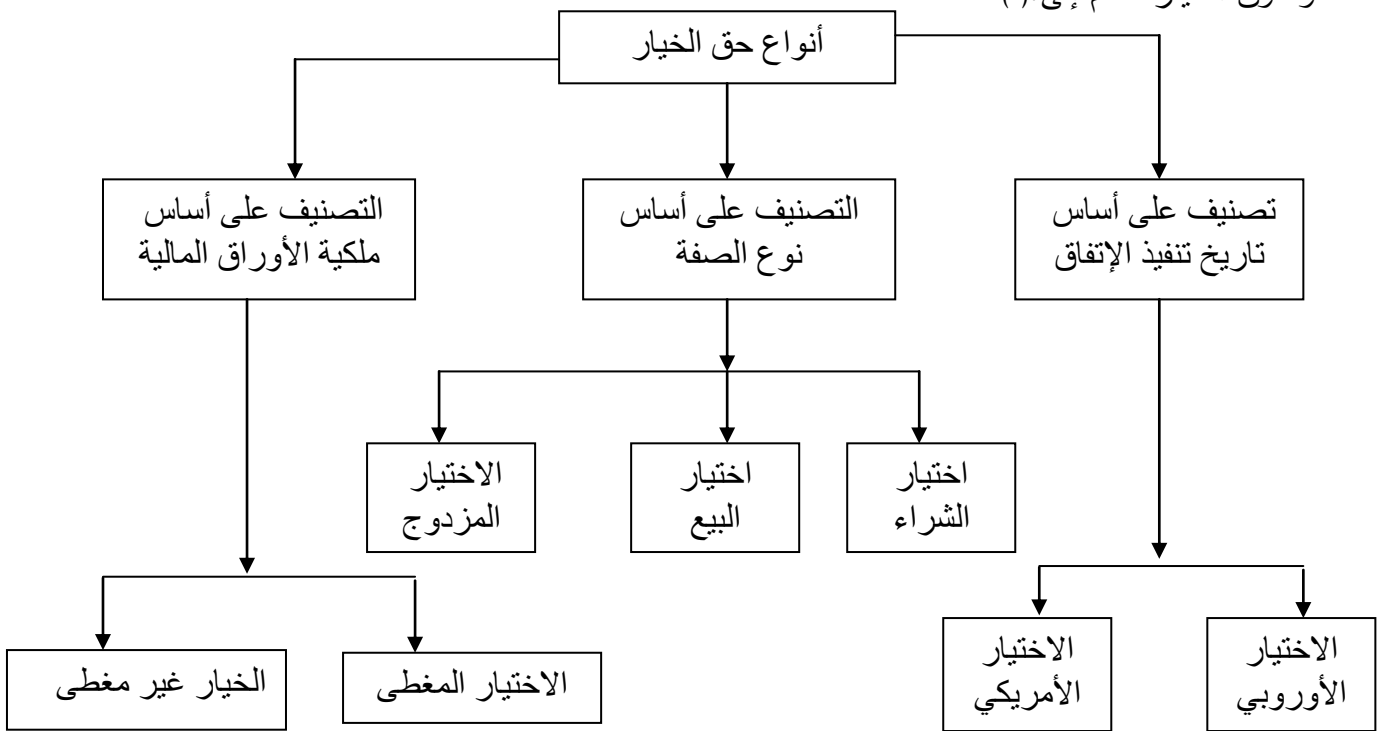
$$14\,888,34 \cdot \left(1 + 0,03 \cdot \frac{3}{12}\right) = 15\,000 \text{ USD}$$

ج- التغطية عن طريق الخيارات:

خيارات العملة الصعبة يعطي لمشتري العقد الحق وليس الالتزام بتنفيذ العقد مثلا: أن يشتري (حالة خيار الشراء CALL) أو البيع (حالة البيع PUT) لقيمة محددة من العملة الصعبة لها سعر (سعر التنفيذ p_{e} d'exercice) وذو تاريخ محدد مسبقا وذلك في حالة الخيارات الأوروبية أو في أي وقت إلى نهاية التاريخ المحدد خلال فترة التنفيذ (خيارات أمريكية).

ومن جهة أخرى إذن فالخيار هو الحق ولكنه ليس التزام فمشتري الخيار يمكنه الاستفادة من تطور متوقع مناسب لأسعار الصرف وذلك مع تأمين سعر الصرف أقصى للشراء أو سعر صرف أدنى للبيع.

وحقوق الخيار تقسم إلى:⁽¹⁾



حق الاختيار الأوروبي: يكون للشراء أو بيع أو كليهما معا. وينفذ في موعد انتهاء العقد.

حق الاختيار الأمريكي: يختلف عن الأوروبي في أنه ينفذ في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وانتهائه.

حق اختيار الشراء: يتيح لمشتري الحق لشراء العملات بسعر محدد في تاريخ معين CULL OPTION.

حق اختيار البيع: يتيح لمشتري الحق ببيع العملات بسعر محدد في تاريخ معين PUT OPTION.

الاختيار المغطى: يكون فيه المستثمر مالكا فعلا للعملات محل العقد UNCOVERED OPTION.

تتقسم الخيارات إلى قسمين:

(1) - Marois Facquiens ,opcit. p201.

* **خيار الشراء call:** و هو خيار المشتري في شراء عملة معينة بسعر و تاريخ محددين. في هذا النوع تحقق حالتان حتى تاريخ الاستحقاق؛ الأولى يكون فيها سعر الصرف في تاريخ استحقاق الخيار أعلى من سعر التنفيذ إذن حامل الخيار يمكنه شراء العملة بالسعر المحدد سلفاً. أما الثانية فيكون سعر الصرف في تاريخ الاستحقاق أقل من سعر التنفيذ إذن حامل الخيار لا ينفذ الخيار لأنه يمكن أن يشتري العملة في السوق بسعر أقل، و هنا يخسر العلاوة المدفوعة عند إبرام العقد.

* **خيار البيع put :** و هو خيار البائع ببيع عملة معينة بسعر و تاريخ محددين، و هنا أيضا توجد حالتين؛ حيث في الأولى يكون سعر الصرف في تاريخ الاستحقاق أعلى من سعر التنفيذ إذن حامل الخيار لن يجد فائدة في بيع الخيار بسعر التنفيذ لأنه يمكنه الحصول على سعر أحسن في السوق و العلاوة المدفوعة سيخسرهما. في الحالة الثانية سعر الصرف في تاريخ الاستحقاق أقل من سعر التنفيذ هنا حامل الخيار ينفذ خياره لأنه يمكنه تحقيق ربح إذا باع العملة بسعر التنفيذ.

على العموم فإن التقنيات التقليدية للتغطية من خطر الصرف بواسطة الخيارات تكون على الأساس الموالي: حيث للحماية من خطر انخفاض سعر الصرف نستعمل شراء خيار البيع، اما على العكس شراء خيار الشراء يستعمل للحماية من خطر ارتفاع سعر الصرف¹.

أركان عقد حق الخيار:

مشتري الحق: الشخص الذي يشتري حق اختار شراء أو بيع أو كلاهما معا.

محرر العقد: الشخص الذي يحرر الحق لصالح المستثمر (المشتري).

سعر التنفيذ: هو سعر العملة وقت إبرام العقد أي السعر الجاري عادة ما يرمز له بـ Pe.

السعر السوقي: هو سعر العملة في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق ويرمز له بـ S.

تاريخ التنفيذ: هو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

تاريخ الانتهاء: التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ الحق.

المكافئة أو العلاوة: المبلغ الذي يدفعه المشتري لمحرر العقد ويرمز له بـ P.

ويجب أن نفرق بين 3 أنواع من الخيارات:

- حق اختيار مريح IN THE MONEY OPTION.

- حق اختيار غير مريح OUT OF THE MONEY OPTION.

- حق اختيار متعادل AT THE MONEY OPTION.

¹ - Albert Ondo Ossa, Op.cit , p 54.

وهذا الوصف يتعلق بما ستكون عليه القيمة الجوهرية (ربح أو خسارة) إذا ما تم تنفيذ الخيار فورا ونستعرض نوعين من حقوق الاختيار وهما: **حق اختيار الشراء وحق اختيار البيع**

خيار البيع: أين يضمن المستثمر يعطي الحق للمشتري ببيع العملات للمحرر بنفس السعر المتفق عليه بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له العملة نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق والغير قابلة للرد تعويضا لمحرر الحق عن مقدار المخاطرة. ويمكن توضيح ذلك في الشكلين التاليين:

مثال توضيحي:

مصدر فرنسي سيقبض مليون دولار بعد 3 أشهر، يخشى انخفاض العملة التي حرر بها العقد لكنه في نفس الوقت يرغب في الاستفادة من فرصة ارتفاع للدولار فهو سيشتري خيار بيع بالدولار والمعلومات المتوفرة هي:

- سعر التنفيذ 1USD =EUR (Pe).

- السعر الفوري (SPOT) USD =0.94EUR (S).

- العلاوة EUR 3% = (P).

- كيف يتصرف المتعامل اذا كان F= 0.2

خيار الشراء: يعطي الحق لحامله لشراء العملة الصعبة يعرف بسعر التنفيذ وذلك لأجل محدد ويمكن توضيحه كما يلي:

مثال توضيحي: قام مستورد بشراء (CALL) بالدوتش مارك.

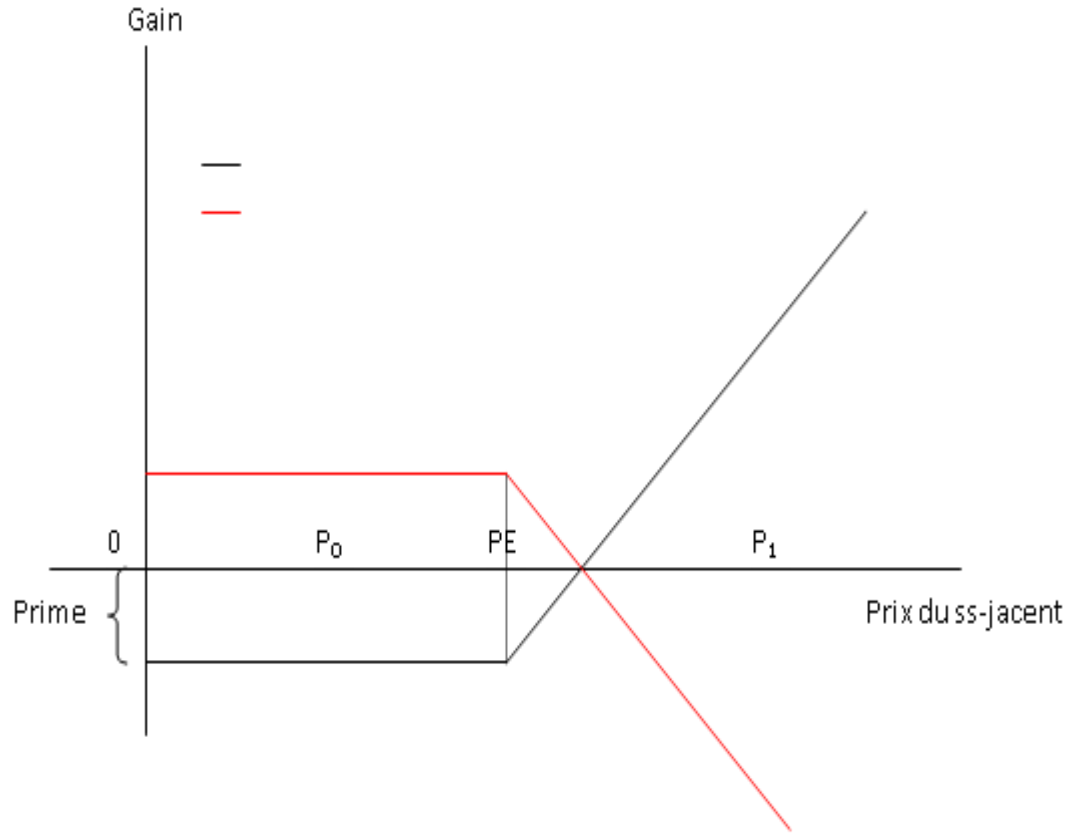
$$1 \text{ DEM} = 4 \text{ EUR} = S$$

$$0,15 = 5\% = P$$

كيف يتصرف المتعامل اذا كان F=5.5

Achat d'un Call

Vente d'un Call



حقوق والتزامات كل من المشتري والبائع:

حقوق اختيار البيع	حقوق اختيار الشراء	الحالة
المشتري: يقرر عدم التنفيذ للإنفاق فهي محددة إما خسارة فهي محددة بقيمة المكافأة. المحرر: يحقق أرباح تتمثل في قيمة المكافأة.	المشتري: يقرر تنفيذ الاتفاق أما أرباحه فهي غير محدودة. المحرر: يحقق خسائر غير محدودة.	1- السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ.
المشتري: يقرر تنفيذ الاتفاق أما أرباحه غير محدودة. المحرر: تحقيق خسائر غير محدودة.	المشتري: يقرر عدم تنفيذ الاتفاق أما الخسارة فهي بقيمة المكافأة. المحرر: تحقيقه لأرباح تتمثل في قيمة المكافأة.	2- السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

ج التغطية عن طريق العقود المستقبلية FUTURS:

العقود المستقبلية هي عقود نمطية ملزمة لحاملها بشراء أو بيع كمية معينة من العملة لتاريخ استحقاق معين و بسعر محدد عند إبرام العقد. و تعتبر بورصة International Monetary Market التي أنشئت سنة 1972 كفرع لبورصة Chicago التجارية أول بورصة تعاملت في هذه العقود.

من خصائص سوق العقود المستقبلية أنه سوق مشتق لأنه في الواقع ليست العملات هي محل التفاوض عند إبرام العقود فهي مجرد أصول خفية، و إنما يجري التفاوض على عقود نمطية أي عقود موحدة من حيث:

*الحجم: إذ يوجد حجم نمطي لكل العقود حسب العملة؛ مثلا في « IMM » الحجم النمطي للعقود هو: EUR125000، GBP 62500، JPY 12500000، CHF125000، CAD100000، MXP500000، AUD100000.

* الآجال: تتم كل ثلاثة أشهر أي في مارس، جوان، سبتمبر و ديسمبر.

*الأسعار: تكون كذلك موحدة و محددة من خلال العرض و الطلب في غرفة المقاصة و عادة يكون التسعير ب USD.

كذلك من مميزات سوق FUTURES أنه يتم التعامل فيه بعملات معينة هي عادة العملات الرئيسية الأكثر تداولاً في العالم و هي: EUR، GBP، JPY، CAD، CHF، MXP، AUD.

التغطية في سوق FUTURES تتبع نفس المبدأ المعمول به سوق FORWARDS، فالمستورد يكون متخوفا من ارتفاع سعر العملة التي حرر بها دينه و حتى يحمي نفسه يقوم بشراء عقد FUTURES. بالمقابل المصدر يشك في انخفاض صرف العملة التي حررت بها مستحقته فيتخذ في سوق FUTURES موقعا مضادا لذلك الذي اتخذه في السوق الفوري SPOT ، و كأننا أمام مقاصة بين الخسائر المحتملة في السوق الفوري و الأرباح المحققة في سوق FUTURES . و يمكن توضيح الموقع الذي يتخذه المصدر في سوق العقود المستقبلية من خلال الجدول التالي:

العمليات في سوق FUTURES	العمليات في السوق الفوري SPOT
في الزمن $t = 0$ يتخذ وضعية مضادة تكون قصيرة، يبيع عقد FUTURES من أجل الحصول على أرباح تعوض خسارته إن صحت توقعاته. ليكن F_0 سعر FUTURES في الزمن $t = 0$. استحقاق العقود يجب أن يوافق استحقاق المستحقات.	في الزمن $t = 0$ مستحقات المصدر بعملة أجنبية و بتاريخ معين: وضعية صرف طويلة. ليكن S_0 السعر الفوري للعملة في $t = 0$. يخشى انخفاض صرف العملة الأجنبية مقارنة بعملته الوطنية في تاريخ الاستحقاق.
تاريخ الاستحقاق: المصدر يصفى وضعيته بشراء نفس العدد من العقود للعملة نفسها. و ليكن F_1 سعر العقد في $t = 1$.	تاريخ الاستحقاق: المصدر يبيع في السوق الفوري بالسعر الفوري في تاريخ الاستحقاق، و ليكن S_1 في $t = 1$.

حسب هذا المبدأ إذا انخفضت العملة الأجنبية في تاريخ الاستحقاق، الخسارة المحققة في السوق الفوري ستعوض بالربح في سوق FUTURES . و تكون النتيجة الإجمالية بالعملة الوطنية لهذه التغطية في تاريخ الاستحقاق وفق العلاقة التالية:

$$\text{النتيجة الإجمالية} = Q_S \times (S_0 - S_1) + Q_F \times (F_1 - F_0) \text{ . حيث:}$$

Q_S : الوضعية في السوق الفوري.

Q_F : الوضعية في سوق FUTURES و $T \times N = Q_F$ حيث N يمثل عدد العقود، و T هو الحجم النمطي للعقد.

أما في حالة المستورد فتكون كل الأمور معاكسة لما هي عليه في وضعية المصدر، فالمستورد له ديون بالعملة الأجنبية و عليه تكون وضعيته في السوق الفوري قصيرة و يخشى أن يرتفع صرف العملة الأجنبية مقارنة بعملته الوطنية في تاريخ الاستحقاق. و قصد حماية نفسه من خطر الصرف فإنه يتخذ في سوق FUTURES وضعية طويلة بشراء عقود تمكنه من الحصول على ربح يعوض به خسارته في السوق الفوري إن كانت توقعاته صحيحة، على أن تكون قيمة

هذه العقود توافق قيمة دينه. في تاريخ الاستحقاق يقوم المستورد بشراء العملة الأجنبية في السوق الفوري بالسعر الفوري في ذلك التاريخ، و يوصي وضعيته في سوق FUTURES ببيع العقود في نفس تاريخ الاستحقاق. و تبعا لذلك تصبح النتيجة الإجمالية بالعملة الوطنية لهذه التغطية معطاة بالعلاقة التالية:

$$\text{النتيجة الإجمالية} = Q_f \times (F_0 - F_1) + Q_s \times (S_1 - S_0)$$

بالرغم من كل ما سبق إلا أن عقود FUTURES يعاب عليها النمطية التي تتميز بها، إذ من الصعب أن تتوافق تواريخ استحقاقها مع تواريخ استحقاق الديون و الحقوق بالعملة الأجنبية، فمثلا إذا كان استحقاق عقد FUTURES أطول من استحقاق الدين أو الحقوق فإن العميل سيضطر إلى حل وضعيته قبل تاريخ الاستحقاق السابق. كذلك خلال فترة العقد إذا لاحظ العميل أن تطور الأسعار في السوق الفوري مخالفة لتوقعاته و تطور الأسعار في سوق FUTURES غير مناسبة، فبإمكانه تصفية عقوده قبل تاريخ الاستحقاق و هو ما يسمح له بالحد من خسائره في هذا السوق و تحقيق نتيجة إجمالية موجبة مرتبطة بالربح المحقق في السوق الفوري. و لا ننسى أيضا أن التعامل في هذه الأسواق يكون بعملات معينة فقط دون غيرها و هو ما يشكل في حد ذاته خطرا بالنسبة لحاملي غير هذه العملات.

د اللجوء إلى هيئات التأمين:

إن هيئات التأمين لا تتدخل إلا إذا لم يبقى أمام المؤسسة أي إمكانية لتغطية خطر الصرف، إذن المؤسسة ستلجئ إلى هذه التقنية كحل أمامها، أما هيئات التأمين فعملها يتمثل في تغطية:

أ- الخسارة التي يتحملها المصدر إذا كان سببها انخفاض سعر العملة الأجنبية التي حددت بها فاتورة التصدير ويسمى ضمان الصرف على التحويل إلى الوطن.

ب- الخسارة التي يتحملها المصدر في حالة ارتفاع سعر العملة المحرر بها الأداءات الأجنبية اللازمة لتنفيذ صفقة التصدير ويسمى هذا الإجراء ب: الصرف على التحويل.

ت- الخسارة التي يتحملها البنك، إذا كان متعهد ضمان عملية التصدير في حالة ارتفاع سعر العملة الأجنبية التي حررت بها الكفالة ويسمى ب: ضمان الصرف على الكفالة.⁽¹⁾

¹- R.Raymond et A.chaussard « Les Relations Economique et Monetaires internationales » 19982. ST Juste /ST Rambert P256.

تمارين للحل

التمرين الاول:

- في سنة 2010 اشترى أحد المتعاملين في سوق النفط ، خيار شراء متعادل ، بعد تعاقدته على 100 ألف برميل من البترول ، سعر العقد هو 1,2012 دولار للبرميل، لأجل ديسمبر وكانت الشروط الأخرى في الجدول
- ما ذا يخشى هذا المتعامل واحسب أقصى خسارة يحققها البائع؟
 - ما هو السعر الذي انطلقا منه بائع الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
 - الخيار ينفذ عندما يكون سعر الصرف 1,2010 دولار للبرميل ، اوجد نتيجة المشتري ؟
 - ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار البيع بنفس الخصاص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققهما، مع الرسم ؟
 - نفترض أن المتعامل قام في نفس الوقت بالتركيب بين شراء خيار شراء مع شراء خيار بيع لنفس الأجل نوفمبر بسعر تنفيذ 1,2014
 - اوجد سعر الخيارين وماذا تسمى العملية؟
 - اوجد النتيجة المالية للمتعامل اذا كان السعر الأجل 1,1010

(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	OCT	NOV	DEC	OCT	NOV	DEC
1,2010	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
1,2012	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
1,2014	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
1,2016	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3
	0.87	2.86	2.9	4.95	4.95	5.1

نشرة يوم 2010/09/10

التمرين الثاني:

الجزء الأول : عرف مايلي التغطية، الفا الخيار، قاما الخيار.

الجزء الثاني:

في سنة 2008 باع أحد المتعاملين في سوق النفط ، خيار شراء متعادل ، بعد تعاقدته على بيع 100 ألف برميل من البترول ، سعر العقد هو 60 دولار للبرميل، لأجل ديسمبر وكانت الشروط الأخرى في الجدول

- عرفه خطر سعر الصرف
- ما معنى خيار متعادل ولماذا لجا إليه ؟
- ما ذا يخشى هذا المتعامل واحسب أقصى خسارة يحققها المشتري؟

- ما هو السعر الذي انطلقا منه مشتري الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
- الخيار ينفذ عندما يكون سعر الصرف 62 دولار للبرميل ،اوجد ربح المشتري ؟
- ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار البيع بنفس الخصائص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققهما، مع الرسم؟

الجزء الثالث :

أ- نفترض أن المتعامل السابق قام بالتركيب بين خيارين على شراء 100 الف برميل من البترول : شراء CALL و شراء PUT بسعر التنفيذ 60 و 62 و لأجل ديسمبر ونوفمبر على التوالي .

- كيف تسمى العملية وما توقع هذا المتعامل؟
- أوجد النتيجة المالية لو السعر الفوري كان 65 ؟ و مثلها بياانيا؟
- ب- نفترض أن المتعامل قام بعملية تصفية خيار الشراء السابق بنفس سعر التنفيذ ولاجل اكتوبر
 - ما معنى تصفية المركز؟
 - أوجد النتيجة المالية ؟
 - احسب النتيجة المالية للمتعامل الذي يبيع في اكتوبر خيار شراء بسعر تنفيذ 60 و يصفى مركزه في ديسمبر .
 - قارنها مع النتيجة السابقة وهل المتعامل طائب أم لا؟
- اوجد ألفا خيار الشراء إذا انتقل سعر الصرف الفوري من 58 إلى 61 لشهر نوفمبر
(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	OCT	NOV	DEC	OCT	NOV	DEC
58	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
59	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
60	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
61	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3
62	0.87	2.86	2.9	4.95	4.95	5.1
65	0.22	1.23	1.24	5.4	5.5	5.6

نشرة يوم 2008/09/10

التمرين الثالث:

الجزء الأول :

أ- نفترض أن متعامل السابق قام بالتركيب بين خيارين على شراء 100 ألف برميل من البترول : شراء *CALL* و شراء *PUT* بسعر التنفيذ 60 و 62 و لأجل ديسمبر ونوفمبر على التوالي .

- كيف تسمى العملية وما توقع هذا المتعامل؟
- أوجد النتيجة المالية لو السعر الفوري كان 65 ؟ و مثلها ببيانيا؟
- ب- نفترض أن المتعامل قام بعملية تصفية خيار الشراء السابق بنفس سعر التنفيذ ولأجل أكتوبر
 - ما معنى تصفية المركز ؟
 - أوجد النتيجة المالية ؟
 - احسب النتيجة المالية للمتعامل الذي يبيع في أكتوبر خيار شراء بسعر تنفيذ 60 و يصفي مركزه في ديسمبر .
 - قارنها مع النتيجة السابقة وهل المتعامل طابج أم لا؟

الجزء الثاني:

في سنة 2010 باع أحد المتعاملين في سوق النفط ، خيار شراء متعادل ، بعد تعاقد على بيع 100 ألف برميل من البترول ، سعر العقد هو 60 دولار للبرميل، لأجل ديسمبر وكانت الشروط الأخرى في الجدول

- ما ذا يخشى هذا المتعامل واحسب أقصى خسارة يحققها المشتري؟
- ما هو السعر الذي انطلقا منه مشتري الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
- الخيار ينفذ عندما يكون سعر الصرف 62 دولار للبرميل ، اوجد ربح المشتري ؟
- ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار البيع بنفس الخصائص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققهما، مع الرسم ؟

(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	OCT	NOV	DEC	OCT	NOV	DEC
58	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
59	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
60	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
61	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3
62	0.87	2.86	2.9	4.95	4.95	5.1
65	0.22	1.23	1.24	5.4	5.5	5.6

نشرة يوم 2010/09/10

التمرين الرابع:

الجزء الاول:

في سنة 2010 اشترى أحد المتعاملين في سوق النفط ، خيار بيع متعادل ، بعد تعاقدته على 10000 برميل من البترول ، سعر العقد هو 1,3060 دولار للبرميل، لأجل أكتوبر وكانت الشروط الأخرى في الجدول

- ما ذا ينشئ هذا المتعامل واحسب أقصى خسارة يحققها ؟
- ما هو السعر الذي انطلقا منه بائع الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
- الخيار ينفذ عندما يكون سعر الصرف 1,3020 دولار للبرميل ، اوجد نتيجة المشتري ؟
- ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار الشراء بنفس الخصائص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققها، مع الرسم ؟
- نفترض أن المتعامل قام في نفس الوقت بالتركيب بين شراء خيار بيع مع شراء خيار شراء لنفس الأجل ديسمبر بسعر تنفيذ 1,3070
- اوجد سعر الخيارين وماذا تسمى العملية؟
- اوجد النتيجة المالية للمتعامل اذا كان السعر الأجل 1,3010

الجزء الثاني :

أ- نفترض أن متعامل لجأ إلى السوق الأجل وكانت شروط السوق كالتالي:

Spot USD/DEM	1.3060	1.3070	-
I DEM	4	4,5	3 month
I USD	4,7	5,2	3 month

- اوجد السعر الأجل للمشتري والبائع ، هل الدولار في حالة غلاوة أم خصم، ثم اوجد نسبتها السنوية؟
- انطلقا من تسعيرة Spot و إذا كانت التسعيرة التالية 1,3025 - USD/EUR=1,3020 ، اوجد سعر التقاطع EUR/DEM

(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	OCT	NOV	DEC	OCT	NOV	DEC
1,3050	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
1,3060	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
1,3070	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
1,3080	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3
	0.87	2.86	2.9	4.95	4.95	5.1

نشرة يوم 2010/09/10

التمرين الخامس:

الجزء الأول:

- ما معنى مركز صرفه معاملات
- تعتبر التغطية عن طريق التأثير على الأجل *Termaillage* من أهم التقنيات الداخلية للتغطية من خطر الصرفه اشرحها مع ذكر أهم الفروقات بينها و بين المقاصة
- ما معنى delta الخيار

الجزء الثاني :

- نفترض أن متعامل قام بالتركيب بين خيارين على شراء مليون برميل من البترول : شراء *CALL* و شراء *PUT* بسعر التنفيذ 60 و 64 و لأجل ديسمبر ونوفمبر على التوالي .
- كيفه تسمى العملية ولماذا يلجا المتعامل لهذه الإستراتيجية؟
- أوجد النتيجة المالية لو السعر الأجل كان 65 ؟ و مثلها بيانيا؟
- إذا افترضنا أن المتعامل إضافة إلى الخيارات السابقة قام ببيع خيارين شراء بسعر 62 و لأجل نوفمبر .

كيفه تسمى العملية ومتى يلجا إليها المتعامل وما نتيجته المالية إذا السعر الأجل كان 65 مع الرسم.

الجزء الثالث:

- في سنة 2010 باع أحد المتعاملين في سوق النفط، خيار بيع متعادل، بعد تعاقدته على بيع 100 ألف برميل من البترول، سعر العقد هو 60 دولار للبرميل، لأجل ديسمبر وكانت الشروط الأخرى في الجدول
- ما ذا يخشى هذا المتعامل واحسبه أقصى خسارة يحققها المشتري؟
- ما هو السعر الذي انطلقا منه مشتري الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
- الخيار ينفذ عندما يكون سعر الصرف 54 دولار للبرميل، اوجد ربح المشتري ؟
- ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار البيع بنفس الخصائص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققها، مع الرسم ؟
- نفترض أن المتعامل لجأ إلى سوق العقود المستقبلية
- بعد تعريفه العقد المستقبلي كيفه تتم التغطية من خطر الصرفه من خلال هذه السوق.
- ما الفرق بين العقود المستقبلية والخيارات والسعر الأجل

(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	OCT	NOV	DEC	OCT	NOV	DEC
58	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
59	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
60	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
61	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3
62	0.87	2.86	2.9	4.95	4.95	5.1
65	0.22	1.23	1.24	5.4	5.5	5.6

نشرة يوم 2010/09/10

التمرين السادس:

الجزء الأول:

في سنة 2013 اشترى أحد المتعاملين في سوق النفط، خيار بيع متعادل، بعد تعاقدته على شراء 100 الف (100000) برميل من البترول، سعر العقد هو 22 دولار للبرميل، لأجل فيفري (الجدول).

- ما إذا يخشى هذا المتعامل واحسب أقصى خسارة يحققها ؟
- ما هو السعر الذي انطلقا منه بائع الخيار يبدأ تحقيق خسائر؟
- الخيار ينفذ عندما يكون سعر النفط 18 دولار للبرميل، اوجد نتيجة هذا المتعامل ؟
- ما هو السعر الذي يبدأ بائع خيار الشراء بنفس الخصاص انطلقا منه تسجيل خسارة وما هو أقصى ربح وخسارة يحققها، مع الرسم ؟
- نفترض أن المتعامل قام بالتركيب بين خيارين على شراء مليون برميل من البترول : شراء CALL و شراء PUT بسعر التنفيذ 20 و 24 و لأجل جانفي ومارس على التوالي .
- كيف تسمى العملية و متى يلجأ المتعامل لهذه الإستراتيجية؟
- اوجد النتيجة المالية لو السعر الأجل كان 56 ؟ و مثلها بيانيا؟

(cents per barrel)

PRICE	CALLS			PUTS		
	Jan	Feb	Mar	Jan	Feb	Mar
20	10.50	11.4	11.4	0.01	0.09	1.2
22	8.6	8.7	8.75	0.32	0.33	1.3
24	6.1	6.4	6.7	0.79	0.8	1.4
26	3.5	4.5	4.6	1.38	1.4	3

نشرة يوم 2013/01/10

قائمة المراجع

• باللغة العربية:

- 1- اسامة بشير الدباغ ، اثيل عبد الجبار الجومرد ،مقدمة في الاقتصاد الكلي، دار المناهج، الأردن 2003.
- 2- السيد متولي عبد القادر، الاقتصاد الدولي:النظرية و السياسات، دار الفكر، 2011 .
- 3- السيد محمد السيرتي، اقتصاديات التجارة الخارجية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر مصر، 2009.
- 4- أمين رشيد كنونة ، الاقتصاد الدولي ، الطبعة الثانية المنفتحة، مطبعة جامعة بغداد ، 1987 .
- 5- بومول و جاندر ، علم الاقتصاد ، ترجمة سعيد السامرائي وصبحي جرجيس ، الجزء الثاني ، مؤسسة فرانكلين للطباعة والنشر ، نيويورك ، 1965.
- 6- توفيق عبد الريم، يوسف حسن، الادارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الاجنبية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 7- جودة عبد الخالق ،الاقتصاد الدولي من المزايا النسبية إلى التبادل اللامتكافى ،الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية ،القاهرة، 1986.
- 8- حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، القاهرة، 1998.
- 9- دريد كامل ال شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري، عمان، 2011.
- 10- سامي حاتم عفيفي التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم، الكتاب الثاني، الدار المصرية اللبنانية، 1994.
- 11- سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية اللبنانية، 1989.
- 12- شمعون خليل شمعون، بورصة الأطلس للنشر، الجزائر، 1991.
- 13- طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2001.
- 14- عبد الحسن جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية و تطبيقات)، عمان : دار صفاء للنشر و التوزيع ، 2011
- 15- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية : دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2005 .

- 16- عبد المنعم السيد علي، اقتصادات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والاشتراكية والاقطار النامية مع اشارة خاصة للعراق ، الجزء الثاني ، مطبعة جامعة الموصل ، 1984.
- 17- عبد المنعم السيد علي، وهيل الجنابي، العلاقات النقدية الدولية، الجامعة المستنصرية، 1992.
- 18- علي توفيق الصادق ، سياسات وادارة اسعار الصرف في البلدان العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل ، العدد الثالث ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، سبتمبر 1997.
- 19- غازي صالح الطائي، الاقتصاد الدولي، دار الكتب الطباعة و النشر، جامعة الموصل، 1999.
- 20- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الطبعة الأولى مؤسسة الوراق للنشر الأردن، 2010.
- 21- كامل البكري ، الاقتصاد الدولي ، المكتب العربي الحديث ، مصر، 1985.
- 22- لحو موسى بخاري، سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية:دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الاجنبي، مكتبة حسن العصرية للطباعة، لبنان، 2010.
- 23- محمد خالد الجريري، الاقتصاد الدولي، المطبعة الحديثة، دمشق 1976- 1977.
- 24- محمد خليل برغي، علي حافظ، محمد خليل برغي، علي حافظ، العلاقات الاقتصادية الدولية، مكتبة القاهرة، 1974.
- 25- محمد عبد العزيز عجمية، اقتصاديات التجارة الخارجية ، دار النهضة العربية ، 1973.
- 26- محمود عبد الرزاق، الاقتصاد الدولي والتجارة الدولية النظرية والتطبيقي، الطبعة الأولى دار الجامعة للنشر والتوزيع، الأردن 2004.
- 27- محمود يونس، اقتصاديات دولية دار الجامعة، مصر، 2007.
- 28- محمود يونس، مقدمة في نظرية التجارة الدولية ، دار الجامعة للطباعة والنشر، بيروت ، 1984 .
- 29- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة، 1997.
- 30- مروان عpton ، اسعار صرف العملات :ازمات العملات في العلاقات النقدية الدولية ، دار الهدى عين مليلة للطباعة والنشر ، الجزائر ، 1992 .
- 31- نشأة الوكيل، التوازن النقدي ومعدل الصرف، دراسة تحليلية مقارنة، الطبعة الأولى، مصر 2006.

- 32- هجير عدنان زكي امين، الاقتصاد الدولي: النظرية والتطبيقات، مكتبة الجامعة، 2010.
- 33- هجير عدنان زكي، دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، العدد الاول، السنة الثالثة، بغداد، 2001.
- 34- هيل عجمي و عبد المنعم السيد علي ، العلاقات النقدية الدولية ، دار الكتب ، 1992 .
- 35- منصورى عبد الله، محاضرات في مقياس المدفوعات الدولية، السنة الاولى ماجستير، جامعة باجي مختار عنابة، 2002
- 36- منصورى عبد الله، محاضرات في مقياس المالية الدولية، السنة الرابعة نقود ،مالية وبنوك، جامعة باجي مختار عنابة، 2001
- 37- محمد راتول، سياسات التعديل الهيكلي ومدى معالجة الاختلال الخارجى، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2000.
- 38- محمد راتول، تحولات الدينار الجزائري، مداخلة في الملتقى الدولي حول المنظومة المصرفية، جامعة شلف 2004.

• باللغة الاجنبية

1. Albert Ondo Ossa, économie monétaire Internationale, Editions ESTEM,1999.
2. G.Dagonet, M.Louvet , Gestion de Trésorerie en devises , édition C.L.E.T :Centre du livre d'entreprise , Paris.1981.
3. Henri de Bordinat et Bernard Marios et Jean Klein, Gestion Financière internationale » DUNO-BORDAS. Paris, 1978.
4. J.pierre,Jobard, P.Navatte,P.Raimbourg,Finance,Editions dalloz,1994.
5. Jean albert collomb, finance de marché, litec, paris, 1990 .
6. Jean Klein Bernard Marois, gestion et stratégie financiere internationale, Dunod, paris , 1985,p 55.
7. Joun F.O.Bilson ,Recent Development in monetary Models of Exchange Rate Determination,IMF,staff Papers, vol. 26,no.2,June1979.
8. Joun J . Klein , Money and the Economy forth Edi tion , Newyork Harcourt brace jovaonovich , Inc , 1978.
9. Murice Levi , International Finance , 2nd Edition, Mc graw – Hill , Inc , U. S. A. , 1983.
10. Patrick Gillot, Daniel Pion, LE NOUVEAUX CAMBISME, ESKA,4 édition, paris,1993.
11. P.Topscalian, principes de finance internationale, Economica, paris, 1992.
12. Paul R.Krugman , International Economics theory and policy , university California Berkeley.1997.

13. Paul R.Krugman and Maurice Obstfeld , International Economics theory and policy , Fourth Edition , U.S.A , 1997.
14. Robert J.Carbaugh , International Economics , South – western College publishing , printed in the United States of America, 2000 .
15. RobertJ. Carbaugh, International Economics,7th, Edition,U.S.A,2000.
16. T. Jacques, TOPSCALIAN Patrick, Finance, Vuibert, paris, 1994.
17. I.M.F, Balance of Payment manual .